



TŐZSDEVÁLSÁGOK

Hogyan kereskednek a profi befektetők?



PORTFOLIO.HU INTERJÚFÜZETEK TŐZSDEVÁLSÁGOK

Hogyan kereskednek a profi befektetők?

Felelős kiadó:

Sándorfi Balázs

NET Média Zrt.

1066 Budapest, Teréz krt. 46.

Tördelés:

Absolut Reklám Kft.

Terjesztés:

konyv@portfolio.hu

(1) 327-4080

Értékesítési vezető:

Agócs Balázs

agocs@portfolio.hu

(1) 327-4088

Az interjúk készítésének ideje:

2008. október eleje

Kézirat lezárva:

2008. október 20.

NET Média Zrt. 2008

Minden jog fenntartva.

All rights reserved.

ISSN 1789-3704



Tartalomjegyzék

Előszó	4
1. Az elmúlt évtized legnagyobb piaci válságai	5
1998: orosz válság	5
2000: kipukkan az IT-buborék	9
2007-2008: jelzálog- és hitelválság	14
2. Profi befektetők a piaci válságokról	28
Birger Schäfermeier: A kockázatkezelő day trader	28
Szabó László: Nem használok automatikusan stop loszt	42
Zsiday Viktor: Aki nem használ stop loszt, annak vége!	60
3. Szószedet	77



Előszó

A 2007-ben az Egyesült Államokban kirobbant ingatlanpiaci válság szélsébséggel terjedt szét az egész világon, s az általa vetett hullámok már az 1929-ben indult nagy világválsághoz hasonlíthatók. A válság terjedése hatalmas zuhanásokat generált a világ összes részvénytőzsdéjén, melyek következtében több ezer milliárd dollárnyi vagyon vált köddé.

A válságok azonban soha nem előzmény nélküliek, jellemzően egy buborékjelenség előzi meg őket. Az elmúlt évtizedek mindegyikében tapasztalható volt a világ részvénytőzsdéin egy-egy nagyobb buborék, melyek azonban általában valamely új iparágakhoz kapcsolódtak. A 1990-es években ez a lufi a technológiai szegmensben fúvódott fel, és folyamata teljesen hasonló volt, mint amit az 1980-as években a biotechnológiai társaságokkal vagy az 1960-as években az elektronikai társaságokkal kapcsolatban lehetett tapasztalni.

Tőzsdei buborékok az elmúlt évtizedekben	
időszak	buborék
'60-as évek	elektronika, szinergizmus, koncepciórészvények
'70-es évek	blue chippek: a „Törhetetlen Ötvenek”
'80-as évek	biotechnika
'90-es évek	internet, technológia
2000-es évek	ingatlan, pénzügy

Forrás: Malkiel, B. G.: Bolyongás a Wall Streeten, portfolio.hu

A 2007-ben az Amerikai Egyesült Államokból indult másodrendű jelzálogpiaci és hitelválság több tekintetben is különbözött az elmúlt évtizedek buborékaitól. Egyrészt az egyik legstabilabb(nak hitt) szektorból, az ingatlanpiacról indult, másrészt pedig a lufi nem az értékeltségi szintekben jelent meg, hanem az ingatlanszektor hitelezését biztosító pénzügyi szektor eredményességében, ahol a kockázatok alulbecslése és az ezekhez kapcsolódó eszközök túlértékeltsége okozta a problémát.

De vajon mit tanulhatnak a befektetők a tőkepiaci válságokból? Hogyan érdemes befektetéseket végrehajtani a piaci válságokban, s milyen kockázatkezelési technikákat érdemes elsajátítani annak érdekében, hogy a részvénytőzsdéi zuhanások ne okozzanak helyrehozhatatlan veszteségeket az értékpapírszámlákon?

Kiadványunkban az elmúlt évtized jelentősebb részvénytőzsdéi válságainak rövid bemutatását követően három tőkepiaci szakértővel – Birger Schäfermeierrel, Szabó Lászlóval és Zsiday Viktorral – készült interjú olvasható, melyek elsősorban ezekre a kérdésekre fókuszálnak.

Reményeink szerint a szakértők több évtizedes szakmai tapasztalatának segítségével hozzásegíthetjük Olvasóinkat a sikeres kereskedéshez.

1. Az elmúlt évtized legnagyobb piaci válságai

1998: orosz válság

1998. március 23. Talán ez az a dátum, amelytől a legtöbb kronológia, elemzés és tankönyv datálja annak az orosz pénzügyi válságnak a kirobbanását, amely szinte az egész világot megrengette. Ezen a napon Borisz Jelcin orosz elnök felmentette a teljes kormányt, mivel szerinte a tisztségviselők nem mutatkoztak elég dinamikusnak az elengedhetetlenül szükséges reformok végrehajtásában. A miniszterelnöki székbe Jelcin az egészen addig jelentéktelennek hitt Szergej Kirijenkót ültette, amire a részvény- és kötvénybefektetők az alig néhány hónappal korábban lejátszódott ázsiai válság tükrében azonnal heves eladásokkal reagáltak.

Mi vezetett az orosz összeomláshoz?

Az orosz válságot kirobbantó legfontosabb tényezők az alábbiak szerint foglalhatók össze:

- Mérhetetlen korrupció:** számos tanulmány és oknyomozó riport született az elmúlt években, amelyek arról szólnak, hogy 1998 előtt Oroszországban még az IMF által utalt hitelösszegeknek is gyakran nyoma veszett, az adókat pedig az állam egyszerűen nem kapta meg, mert a beszedő hatóságok és a célszámlák között félúton valahol eltűntek.
- Gigantikus költségvetési hiány:** részben a korrupció miatt a költségvetés egyre kisebb bevételt realizált, miközben a kiadások jelentősen növekedtek (részben a jóléti rendszer következtében).
- Helytelen monetáris politika:** a központi bank májusban 30%-ról 150%-ra emelte az alapkamatot annak érdekében, hogy megállítsa a tőkekivonást és a rubel gyengülését. Ez egyrészt az adósságszolgálaton keresztül tovább rombolta a költségvetési egyenleget, másrészt a vállalatok számára teljesen ellehetetlenítette a hitelfelvételt, ami a beruházások visszaeséséhez vezetett.
- Dollárhoz rögzített, mesterségesen erős rubel:** Oroszország görcsösen ragaszkodott a dollárhoz rögzített árfolyamrendszerhez, és nem volt hajlandó leértékelni devizáját. A menekülő tőke által okozott rubelgyengülést a központi bank folyamatos rubelvásárlásokkal próbálta megállítani, mígnem az ország devizatartalékai gyakorlatilag teljesen elfogytak. Végül 1998. szeptember 2-án a központi bank, illetve a kormányzat kénytelen volt feladni a rögzített árfolyamrendszert.



Mi volt Oroszország reakciója?

A befektetői bizalomvesztés már akkor rendkívül erős volt, amikor Jelcin felmentette a kormányt, a Rosznyeft nevű állami olajtársaság privatizációra felkínált 75%-os részvénytársaságjára például senki sem pályázott, a kötvényhozamok pedig olyan szárnyalásba kezdtek, hogy május folyamán a központi bank 30-ról 150%-ra emelte fel az irányadó kamatot.



A központi bank június elején aztán a kamatszintet ismét 60%-ra csökkentette arra hivatkozva, hogy a helyzet jelentős javulást mutat, az IMF azonban a szituációt másképp értékelte, és június 18-án elhalasztotta egy korábban megítélt 9,2 milliárd dolláros hitel 670 millió részletének folyósítását. A halasztás oka az volt, hogy nem történt előrelépés a fiskális reformok implementálásában, hiszen a parlament a Jelcin által beterjesztett megszorító intézkedések szinte mindegyikét megvétózta. Bár az IMF július folyamán megengyhült, és a Világbankkal közösen az említett 670 millió dollár mellett további dollármilliárdos hiteletet nyújtott az országnak, akkor már késő volt. Augusztus elején a központi bank már sorozatosan a bankközi piac befagyásáról tett jelentést, a likviditás teljesen eltűnt a rendszerből, majd 2008. augusztus 17-én a kormány és a központi bank megtette az azóta legendássá vált, három részből álló bejelentését:

- a rubel dollárral szembeni ingadozási sávját 5,3–7,1 RUB/USD-ről 6,0–9,5 RUB/USD-re tolták el, illetve szélesítették ki;
- 90 napos fizetési moratóriumot hirdettek a külföldre irányuló fizetésekben;
- bejelentették, hogy később részletezendő metódusok szerint restrukturálják az államadósságot.

A válság klasszikus értelemben ezekben a bejelentésekben öltött testet, hiszen gyakorlatilag egy állam csődjéről volt szó még akkor is, ha az említett fizetési moratóriumot 1998. november 15-i lejártát követően már nem újították meg.

A tőzsde válasza

A fenti tényezők következtében a megelőző néhány hónapban is folyamatos esést mutató orosz tőzsde a bejelentés pillanatában összeomlott, míg a rubel egy hónapon belül mintegy 70%-kal értékelődött le a dollárral szemben. De nemcsak az orosz piacon uralkodott el a pánik: a globális kockázattvállalási hajlandóság drasztikus csökkenése miatt az összes fejlődő piac zuhanásnak indult, a magyar tőzsde például addigi történetének legnagyobb válságát élte át.



Az orosz válság nyomán kialakult globális tőkepiaci hangulatot tovább rontotta a Long Term Capital Management (LTCM) nevű amerikai hedge fund csődje is, mely az orosz válság következtében dollármilliárdokat bukott tőkeáttételes pozícióin, aminek hatása a fejlett piacokat is elérte: az S&P 500 index 1998. augusztus 1. és 31. között 14%-ot veszített értékéből.

Természetét tekintve az 1998-as orosz válság bizalmi, illetve likviditási válságnak volt mondható, a befektetők ugyanis hirtelen menekülni kezdtek a kockázatos eszközökből, és az olyan biztos befektetéseket keresték, mint például az amerikai államkötvények.

A pánik olyan részvényekben is irreálisan alacsony árszinteket eredményezett, amelyeket a válság valójában nem is veszélyeztetett, s a zuhanás áttért a világ szinte összes részvénytőzsdéjére. A központi bankok 1998-ban likviditásfokozó intézkedésekkel igyekeztek helyreállítani a tőkepiaci hangulatot, a FED például az 1998. augusztusi eseményeket követően két hónap alatt 75 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre.



Milyen környezetben érte a válság a piacokat?

A válság egy igen jelentős részvénytőke rally közepén csapta arcul a befektetőket, aminek következtében a csúcsokat döntő globális kockázatvállalási hajlandóság zuhanni kezdett, a hitelpiaci spreadek kitágultak, a globális részvénytőkepiacok hatalmasat estek, a VIX-index pedig csúcsra emelkedett.

A carry trade ügyletek – elsősorban jenfinanszírozással – széles körben jellemzőek voltak, a kockázatok jelentős mértékű átárazódásával azonban a befektetők ezeket az ügyleteket gyorsan leépítették, ami a jen drámai erősödését vonta maga után (hasonló folyamatok a 2007–2008-as krízis során is tapasztalhatóak).

Mindeközben a nagy tőkeáttétel mellett megvalósított befektetések aranykorukat élték, a csődbe jutott LTCM például 4,7 milliárd dolláros saját tőkéjével mintegy 130 milliárd dollárnyi befektetés felett diszponált. A válság kirobbanását követően a piacokon uralkodó viszonyok óriási, sokszor teljesíthetetlen „margin call”-okat szültek.

A nyersanyagárak, melyek 1998-ban kritikusan alacsonyra süllyedtek, igen nagy érvágást jelentettek az alapvetően nyersanyag-exportáló fejlődő országok – köztük Oroszország – számára, könnyítették viszont az importra szoruló fejlett gazdaságok dolgát.



2000: kipukkan az IT-buborék

2000 márciusában addig és azóta sem látott méretet öltött a ma már csak IT-buboréknak nevezett jelenség a világon. A szektorral szembeni értékítéletet legjobban mérő Nasdaq technológiai index soha nem látott csúcsra, 5000 pont fölé emelkedett, ahonnan azután csaknem 1000 pontig zuhant.

A TMT-szegmens vállalatainak értéke az 1990-es években – 1998-tól erőteljesebben – az új technológiák bevezetése, illetve tömeges elterjedése nyomán kezdett el szárnyalni: ezt a technológiai társaságok esetében a személyi számítógépek tömeges mértékű elterjedése, a távközlési vállalatoknál a mobiltávközlés növekvő népszerűsége, az internetes cégeknél pedig az e-commerce, a B2B és az internetalapú gazdaság tömeges térhódítása váltotta ki.

Mindezek következtében a Nasdaq 2000. március 10-én 5049 pontos záróértékével azóta sem látott abszolút csúcsot ért el, ahonnan azonban a lufi kipukkanását követően 2 év alatt csaknem 1000 pontig zuhant vissza.



A legnagyobb lufi az internetes szegmensben alakult ki, így nem véletlen, hogy 2000–2001 során ez a szektor zuhant a legnagyobbat.

Miért alakult ki buborék?

Tőke, tőke, tőke...

A TMT-szektor vállalatainak részvényárfolyamai folyamatosan és egyre nagyobb mértékben emelkedtek a szegmensbe irányuló likviditás (tőke kínálat) 1990-es évek végén tapasztalható jelentős fokozódásával párhuzamosan. Mivel a tőke kínálat komoly mértékben felülmúlta a tőke keresletet,



tőzsdei részvény kibocsátásával azok a társaságok is könnyen pénzügyi forrásokhoz jutottak, amelyek egyébként erre egyáltalán nem voltak érettek. A technológiai, internetes és médiacégek ennek következtében gombamód szaporodtak; sok esetben arra is volt példa, hogy egyes cégek arra utaló nevet vettek fel, mintha technológiai vállalat volnának, holott tevékenységi körüknek semmi köze nem volt a szóban forgó szegmenshez. Ezt azért tették, hogy könnyen tudjanak tőkét bevonni, illetve „felbeszéljék” részvényeik árfolyamát. (Itt érdemes megjegyezni, hogy hasonló tendencia a korábbi évtizedekben a biotech-, valamint az elektronikai buborék kialakulása során is tapasztalható volt.)

A technológiai szegmens 2000-ig tartó szárnyalását az is segítette, hogy a vállalatok beruházásai jelentős növekedést mutattak, és a vállalati szektor az IT-beruházásokhoz kapcsolódó hatékonyság-javulásban látta a jövőbeli növekedés lehetőségét.

Y2K

Szintén szerepet játszott a hatalmas részvénytőzsi rallyban a 2000. év számítógépes problémája (Y2K) is, s az ettől való félelem igen komoly mértékű IT-beruházásokra ösztönözte a vállalati szektort. A befektetők pedig ennek hevében megelégedtek arról, hogy a következőben tapasztalható bevétel- és egyes esetekben profit- növekedés egyszeri eseményhez kapcsolódik, amely többé nem fog megisméltódní. Nem minden IT-cég számára jelentett azonban növekedést az Y2K: a Graphisoft amerikai versenytársa, az Autodesk például éppen ezzel magyarázta bevétel- és profit-visszaesését ebben az időszakban.

Az értékelési problémák

A buborék kialakulásával párhuzamosan a cégek veszteséges működése mellett egyre magasabb és magasabb részvényárfolyamokat az elemzőknek valahogyan fundamentálisan indokolniuk kellett, így a profitalapú értékelés helyett az adott technológia valamely naturális mutatójához értékelték a társaságokat. A kábeltelevíziós társaságokat például az előfizetők száma alapján árazták a nagy veszteségtermelő időszakban, míg az internetes cégeket oldalátöltés alapján, mondván, ezen naturális mutatókhoz kötődik majd középtávon az árbevétel-termelési képesség és ezt követően a profitabilitás. Mindazonáltal ebben az időszakban még nem lehetett eldönteni, hogy az egyes technológiák vagy piaci szereplők közül melyek lesznek hosszabb távon is életképesek, illetve nyereségesek, így az értékelések is túlzottá váltak.

A társaságoknak a fenti értékelési elvekből kifolyólag érdekükben állt az árbevétel növelése, amit a marketingkiadások fokozásával többé-kevésbé sikerült is elérniük, működésük azonban jellemzően veszteséges maradt. Mindeközben a piac feltételezett – akkor még finoman szólva is igen optimista – azóta sem visszaigazolt – növekedési üteme egyáltalán nem volt indokolt, így törvényszerűvé vált az árfolyam-korrekció, illetve -zuhanás is.

Reálgazdasági hatások

A széületes részvénytőzsi emelkedésben az amerikai lakosság a korábbinál jóval nagyobb mértékben vásárolt részvényeket, ami komoly reálgazdasági hatásokkal is járt. A lakossági fogyasztás, mely az amerikai GDP körülbelül kétharmadát adta, 2000-ig a részvényvagyon bővülésének köszönhetően jelentősen növekedett, s a GDP növekedését a vállalati beruházások emelkedése is serkentette. A fentiek pozitívan hatottak a munkaerőpiacra is, hiszen a gazdaság bővülésével párhuzamosan a munkanélküliség csökkent. A részvénytőzsi buborék kialakulását pedig a FED folyamatos kamatemelése sem tudták meggátolni.

A pukkanás - és gazdasági hatásai

A lufi természetesen nem fúródott a végtelenségig, törvényszerű volt a kipukkanása. Ha a rally végének közvetlen kiváltó okát keressük, talán a már említett Y2K problémának az elmúlását lehetne említeni, melyet – a korábban felvázolt rémképek ellenére – komolyabb megrázkódtatások nélkül vészelt át a világ. Szintén a pukkanás okaként lehet említeni a beruházások indokolatlan mértékű növekedését is, melynek következtében a kapacitáskihasználtság jelentősen csökkent.

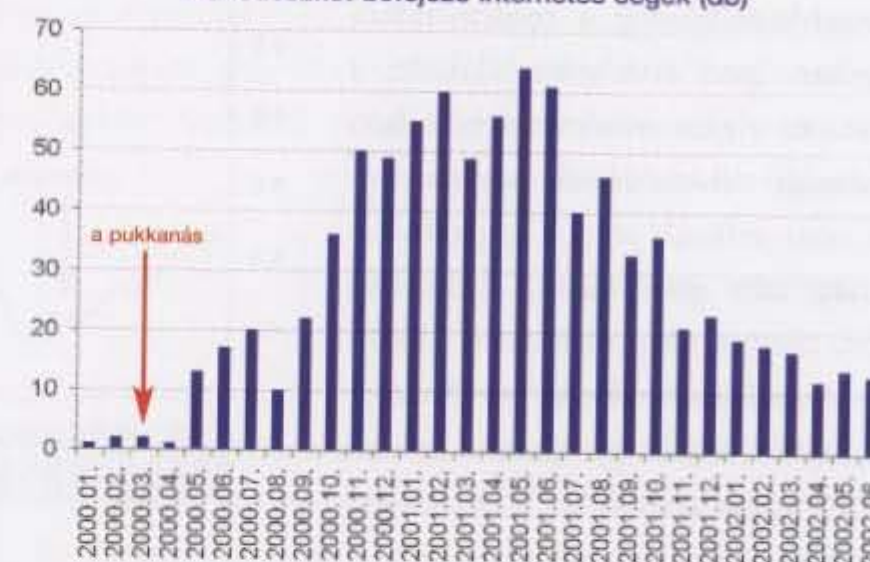
Csődök

A buborék kipukkanását követően a tőzsdei részvényárfolyamok igen látványos zuhanása következett, amelynek komoly makrogazdasági hatásai is voltak, hiszen tömegesen mentek csődbe technológiai társaságok (főként az internet-szegmensben), melyek alkalmazottainak egy része a munkanélküliek számát gyarapította, az árfolyamesés pedig számos megtakarítást értéktelennített el.

Létszámleépítések

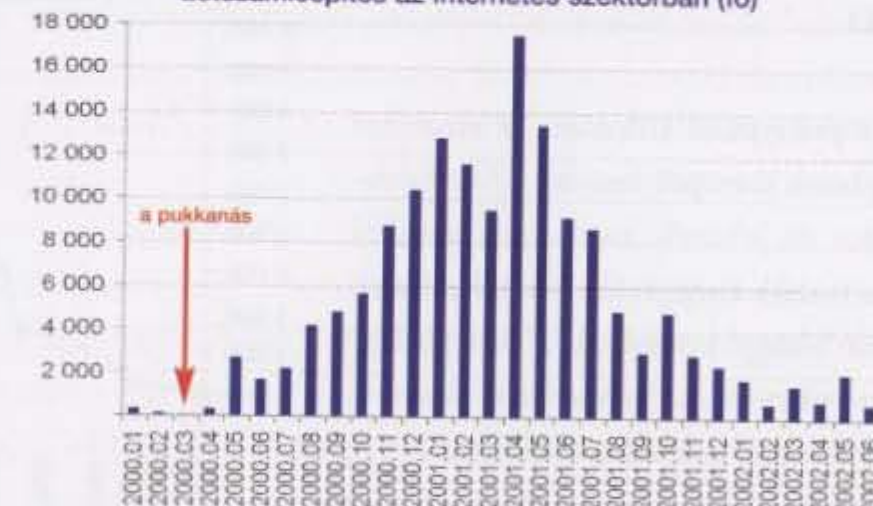
Mivel a technológiai társaságok egyik legnagyobb megrendelői az egyre nagyobb adósságállományt maguk előtt görgető távközlési cégek voltak, a techszegmens megrendelésállománya jelentősen visszaesett, így a talpon maradt társaságok is komoly létszámleépítéseket jelentettek be.

Működésüket befejező internetes cégek (db)



Forrás: Webmorgars, portfolio.hu

Létszámleépítés az internetes szektorban (fő)



Forrás: Challenger, Gary and Christmas Inc., portfolio.hu



Lakossági fogyasztás

A munkanélküliség növekedése, a részvényben tartott megtakarítások értékvesztése elbizonytalanította a fogyasztókat, ami a lakossági kiadások növekedési ütemének lefékezésében testesült meg. A lakossági fogyasztás visszaesése oly módon volt elkerülhető, hogy a részvénypiac összeomlásával párhuzamosan az ingatlanpiacon jelentős árnövekedés indult el, amely gátolta a fogyasztás visszaesését.

Spirálhatás

A lakossági fogyasztás mérséklődése miatt a vállalati profitok is zsugorodtak. Hogy ezt megállítsák, a cégek tömegesen nyúltak a költségcsökkentés eszközeihez. Az egyes társaságok komoly mértékben visszafogták IT-beruházásaikat a 2000. év problémájához kapcsolódó hisztéria után. Ennek következtében a technológiai cégek megrendelése is tovább esett, amire újabb elbocsátásokkal voltak kénytelenek válaszolni, s a fenti folyamat egy spirált indukált.

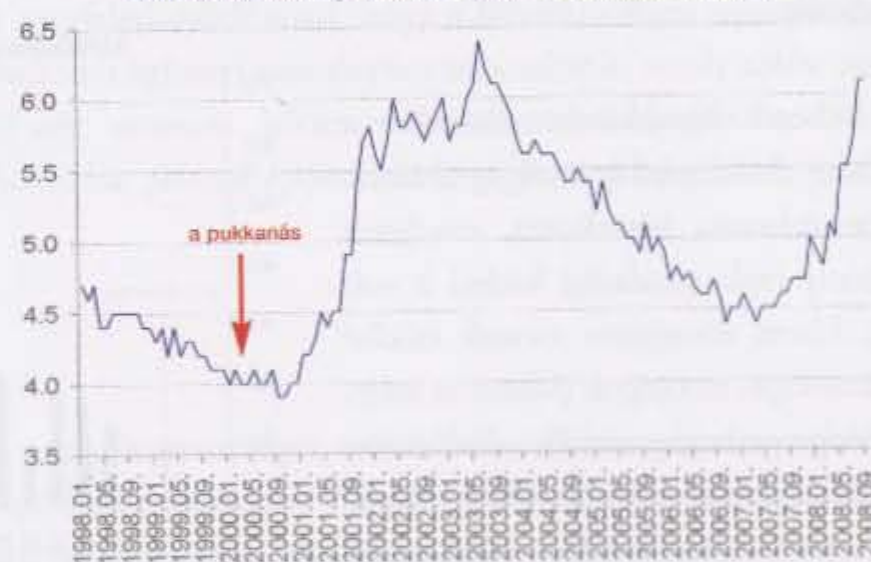
Munkanélküliség

A munkanélküliség a továbbiakban azonban igen érdekesen alakult: a 2002. év elején ismételen beinduló gazdasági növekedéssel párhuzamosan nem valósult meg a foglalkoztatottság várt emelkedése, elsősorban azért, mert a vállalati szektor korábban jelentős technológiai beruházásokat hajtott végre, így egyfajta helyettesítési hatás alakult ki a munkaerő rovására.

FED

A részvénypiaci zuhanást az amerikai jegybank szerepét betöltő FED folyamatos és jelentős kamatsökkentései sem tudták meggátolni vagy lassítani, mint ahogy korábban a növekedést sem sikerült a folyamatos kamatemelésekkel érdemben lefékezni.

Munkanélküliségi ráta az Egyesült Államokban (%)



Forrás: USA Munkügyi Minisztérium; portfolio.hu



Forrás: portfolio.hu

Mi állította meg az esést?

A mélypontot az Egyesült Államokat ért 2001. szeptember 11-i terrorista támadások, valamint az ezt követő afganisztáni háború, illetve az elhúzódó iraki válság jelentette. 2002 végére, 2003 elejére egyes technológiai társaságok értékük 99%-át is elvesztették, s erre nemcsak az internetszegmeken, hanem például a hálózati hardver-gyártók között is láthattunk példákat.

A 2003 eleji mélypontról azután ismét jelentős fellendülés indult meg, az általános optimizmus azonban mindössze egy évig tartott, ezután már csak szelektív növekedésnek lehettünk szemtanúi. A szelektív növekedés elsősorban a kiemelkedő profitteljesítményt nyújtó társaságok körében volt tapasztalható: több társaság részvényeinek árfolyama történelmi csúcsokat döntött meg, újabb eufória azonban nem alakult ki a piacon.



2007-2008: jelzálog- és hitelválság

A 2007-ben az Egyesült Államokban kirobbant másodlagos jelzálogpiaci válság (*subprime crisis*), illetve az ebből fakadó pénzügyi, likviditási, illetve hitelkrízis (*credit crunch*) az IT-buborék kipukkanását követő amerikai gazdaságpolitika fényében már évek óta várható volt, habár a válság intenzitása és mérete mindenkit meglepett. A problémákra számos szakértő már 2005–2006 során figyelmeztetett, s a gazdasági szaklapok hasábjain is sűrűn találkozhattunk a kérdéskörrel.

A krízis gyökere: az ingatlanpiaci buborék

A válságot alapvetően determinálta az a tény, hogy az IT-buborék miatt erőteljes lassulást mutató amerikai gazdaságot a FED laza monetáris kondíciókkal, azaz hosszú ideig történelmi mélypontra, illetve annak közelébe csökkentett kamatszinttel kívánta újraéleszteni. Az Alan Greenspan, korábbi FED-elnök nevével fémjelzett gazdaságpolitika sikerrel is járt, a 2003 közepétől egy éven át 1%-on tartott kamatszint következtében a gazdaság felpörgött, ugyanakkor a likviditásbőségnek köszönhetően szinte minden pénzügyi és reáleszköz ára megemelkedett a világon.

Ez a fajta monetáris politika Greenspan azon alapfilozófiáján nyugodott, amely szerint az eszközár-buborékok kialakulása ellen a jegybankok tehetetlenek az egyetlen helyes válasz a buborékok kipukkanását követő gyors monetáris enyhítés, amivel ismét életet lehelhetnek a gazdaságba. Ez az alapfilozófia azonban az IT-buborék kipukkanását követően magába kódolta a következő eszközár-buborék kialakulását is.



A FED kamatpolitikája által gerjesztett eszközár-növekedésnek a hatása a legdurvábban talán az Egyesült Államok ingatlanpiacán volt tapasztalható, ahol hatalmas buborék alakult ki, melynek kipukkanása törvényszerű volt. Az ingatlanárak soha nem látott mértékben és soha nem látott földrajzi kiterjedésben emelkedtek, hiszen a fejlett országok mellett a fejlődő országokban is szárnyalt

az ingatlanpiac. Egyes becslések szerint 2000 és 2005 között a lakóingatlanok összesített értéke 30 000 milliárd dollárral 70 000 milliárd dollár fölé emelkedett a fejlett országokban, s a növekmény mértéke megegyezett az érintett országok összesített GDP-jével.

Ez az ingatlanár-robbanás jelentősen meghaladta a korábbi ingatlanpiaci áremelkedéseket (az IT-buborék által gerjesztett vagyonnövekedés is mindössze a GDP 80%-ának felelt meg).

De miért növekedtek ilyen jelentős mértékben az ingatlanárak a probléma gyökerét jelentő USA-ban?

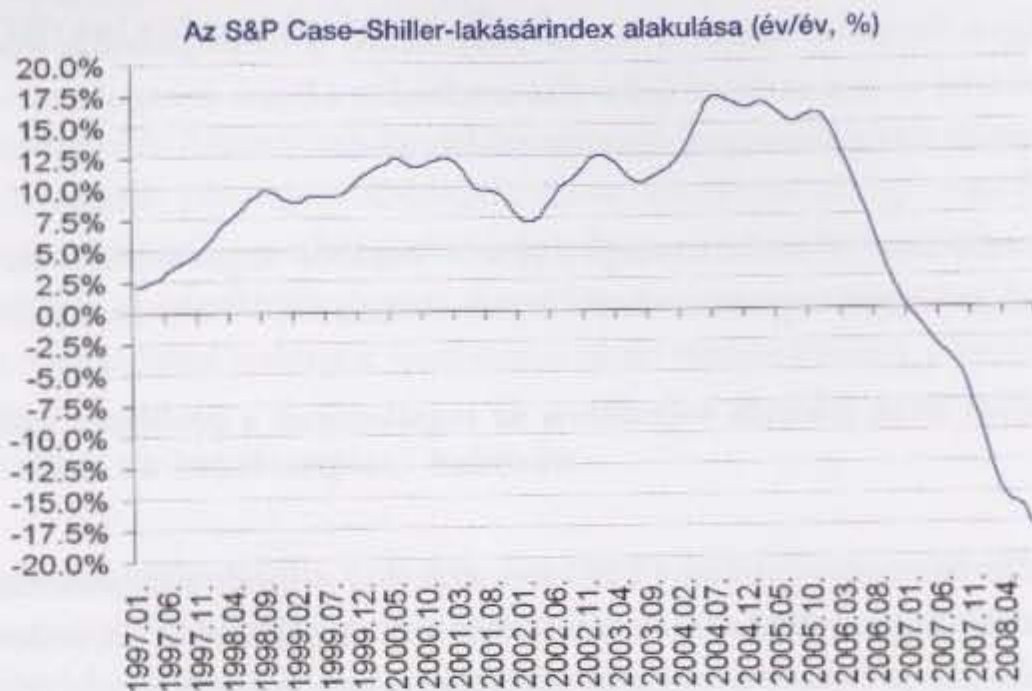
Az ingatlanpiaci rallyt nemcsak az alacsony FED-kamatok által generált eladósodottság növekedése okozta, hanem az is, hogy a háztartások az IT-buborék kipukkanását követően elvesztették bizalmukat a részvénytőzsdák iránt, s ez vonzóbb befektetéssé tette az ingatlant.

Nem alakult volna ki azonban buborék a hitelintézetek hitelezési aktivitásának megváltozása nélkül, amely az ezredfordulót követően egyre agresszívabbá vált. A hitelintézetek tömegesen kezdtek az ingatlan fedezeti értéke feletti hitelösszegeket folyósítani, ami a 100% feletti LTV-rátát (*loan-to-value*, a hitel- és az ingatlanfedezeti érték hányadosa) jelentett. Széles körben elterjedt az a gyakorlat is, hogy az ingatlanpiaci árak emelkedésével párhuzamosan újabb hitelek adtak ugyanazon ingatlanra, fenntartva így a 100%-közeli vagy a feletti LTV-rátát.

A hitelek jelentős részét ráadásul az adósok olyan konstrukcióban vették fel, melynek keretében csak kamattörlesztés történt, tőketörlesztés nem, azaz mind a hitelintézetek, mind az adósok arra játszottak, hogy az ingatlanárak tovább emelkednek, és a befektetők még azelőtt nyereséggel el tudják adni ingatlanjaikat, hogy a tőkét el kellene kezdeni visszafizetni. Az ingatlanboom idején a lakóingatlan vásárlók 23%-a vásárolta házat vagy lakását szintisza befektetésként, s a befektetők még úgy is megvették az ingatlanokat, hogy a bérleti díj nem fedezte a kamatkifizetést – abban bízva, hogy az árak tovább emelkednek.

Mindezzel párhuzamosan gyengültek a hitelintézetek adminisztratív korlátozásai (munkahely, vagyon, jövedelem) is: a hitelképesség vizsgálata egyre enyhébb lett, s az adósok nemritkán jövedelemigazolás nélkül is hitelhez jutottak. Mindezek folytán a kevésbé hitelképes, illetve a teljes mértékben hitelképtelen adósok is jelzáloghitelhez juthattak, ami a pénzügyi rendszer kockázatát jelentős mértékben megnövelte.

A FED kamatpolitikája, illetve a hitelezési láz következtében 2002 és 2006 között az amerikai lakásárak éves szinten tartósan 10% feletti mértékben növekedtek, a folyamatok egyértelműen irracionálissá váltak, kialakult az ingatlanpiaci buborék. A hitelezési láz azonban nemcsak az ingatlanpiacon, hanem a fogyasztási hitelekén keresztül a lakossági fogyasztásban is éreztette a hatását. A legszembetűnőbb változások azonban a jelzáloghitel-piacon mentek végbe, melynek emelkedése az ún. vagyonhatáson keresztül szintén serkentette a fogyasztás növekedését.



A buborék

Az ingatlanpiac túlárazottságát a legkönnyebben a részvénytőke befektetők által használt P/E- (árfolyam/nyereség) hányados vizsgálatával lehetett tetten érni. A P/E-ráta ingatlanpiaci transzformációja a lakásár és a bérletidő-bevétel hányadosaként adódik, vagyis a bérleti hozam reciprokát jelenti. Ez az ingatlanpiaci P/E-ráta 2005 során már rekordértéket ért el az USA, Nagy-Britannia, Ausztrália, Új-Zéland, Franciaország, Spanyolország, Hollandia, Írország és Belgium lakáspiacain is, azaz túlértékeltnek számított még a korábbi ingatlanpiaci boomokhoz képest is. A hatalmas áremelkedések miatt ezek a lakáspiaci P/E-ráták 30–50%-kal haladták meg a buborék kialakulását megelőző 25 év átlagos értékeit.

Pénzügyi innovációk - olaj a tűzre

A lakáspiaci buborék világgazdaságra gyakorolt drámai hatása azonban a fentiekben túl több tényező együtteséből is adódott, melyek a pénzügyi rendszerben bekövetkezett változásokhoz kapcsolódnak.

1. Értékpapírosítás, pénzügyi innováció, derivatív termékek

Az ezredfordulót követően az ingatlanpiachoz kapcsolódó hitelek értékpapírosítása széles körben elterjedt gyakorlattá vált az Egyesült Államokban. Az értékpapírosítás lényege, hogy a hitelintézetek olyan kötvényeket, illetve egyéb, hitelviszonyt megtestesítő instrumentumokat bocsátottak ki, melyek fedezetét az általuk kihelyezett ingatlanhitelek jelentették.

Ezzel párhuzamosan igen népszerűvé váltak a származtatott (derivatív), strukturált termékek (például CDS – Credit Default Swap, CDO – Collateralized Debt Obligation), melyek piacmérete sokszorosan meghaladta a mögöttes termék piacméretét. Ezek a termékek nem kizárólag az ingatlanpiachoz

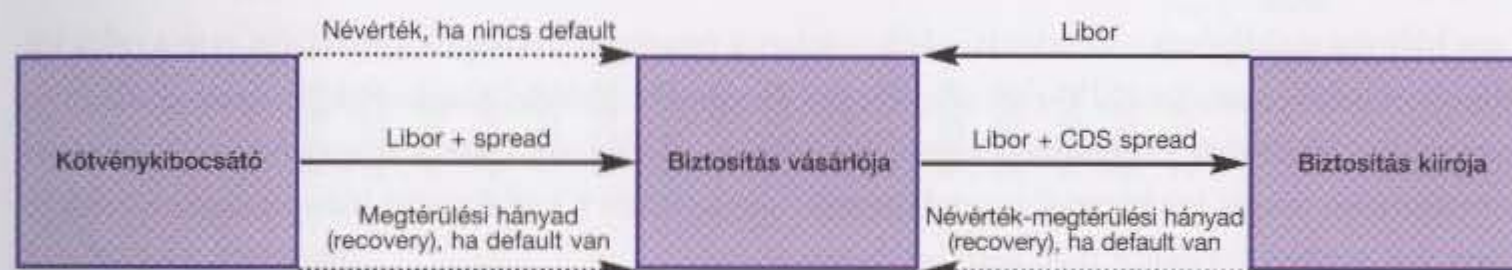
kapcsolódtak, de számos ingatlanpiaci fedezettel rendelkező értékpapírral kapcsolatosan is bocsátottak ki ilyen instrumentumokat.

2. Kockázatkezelés és kockázatszétterítés

Ahhoz, hogy megérthessük a pénzügyi szektor kockázatkezelésének problémáit, illetve a kockázat pénzügyi vállalatok közötti szétterítésének működését, érdemes röviden áttekinteni az alapvető pénzügyi termékek (CDS, CDO) ismérveit.

Az egyik legnagyobb népszerűségnek örvendő termék, a CDS keretében az ügylet kiírója éves díj fejében (amely egy spreadben jelenik meg) biztosítékot vállal arra, hogy kártalanítja a vásárló felet abban az esetben, ha egy kötvény nem fizet, vagyis *default*ol. Aki tehát pozitívan gondolkodik egy vállalat kilátásairól, eladja a kontraktust, bízva abban, hogy nem lesz default.

Egy klasszikus CDS-ügylet sematikus ábrája



A CDS-piac népszerűsége a kötvénypiacal szemben számos tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a vállalati kötvények piacát alapvetően a vállalatok hitelígyéneke határozza meg, míg a CDS-piacon nincs ilyen limitáló tényező, tulajdonképpen bármennyi kontraktus-CDS-t ki lehet írni. Másrészt a CDS-piac jóval kevésbé szegmentált, mint a vállalati kötvénypiac, hiszen míg egy vállalat sok különböző kondíciójú kötvényt bocsáthat ki, addig általában csak egy jellemző CDS-terméke van. Az elmúlt években a CDS-ek hatalmas népszerűségnek örvendtek, s a szegmens robbanása olyan mértékű volt, hogy a piac a tízszeresét tette ki a mögöttes kötvények piacának.

A másik slágertermék a CDO, egy olyan derivatív termék volt, amelynek befektetője egy kötvényportfólió kockázatát vállalja magára, és a portfólió cash flowja biztosítja a kifizetéseket. A CDO a kötvényportfóliót különböző kockázati osztályokra (*tranch*) darabolja, így a befektető kockázatvállalási hajlandósága szerint vásárolhat a különböző kockázati szinteknek megfelelő osztályokból (*senior, mezzanine, equity*). A mögöttes kötvényportfólió esetében nagy súlyt kaptak a magas hozamú, az amerikai jelzálogpiacra épülő *ABS, MBS* (*Asset Backed Security, Mortgage Backed Security*) termékek. Ezeket az elméletileg jó hitelminősítésű papírokat a nagy befektetési bankok értékpapírosítással „átsomagolták”, és a különböző CDO-k előkelő trancheiben értékesítették. Sor került ugyanakkor rosszabb minőségű értékpapírok (*subprime*) jobb minőségű értékpapírba való átsomagolására is, s ezeknek a gyengébb minőségű instrumentumoknak az útját a többszöri értékpapírosítás következtében már nem lehetett nyomon követni.



Az értékpapírosítás mögött az az alapfeltevés húzódott meg, hogy ezáltal a kockázat szétteríthető, így a pénzügyi közvetítő rendszer sérülékenysége csökken, s egyben hatékonyabbá is válik. A válság azonban azt bizonyítja, hogy a kockázat szétaprózása, széles körben terítése előre nem látott, igen komoly problémákat okozhat. Nem lehet tudni ugyanis, pontosan hol vannak a kockázatok, illetve pontosan hol és milyen mértékű veszteségek keletkeztek – ez pedig nem stabilitást, hanem sérülékenységet okoz a pénzügyi rendszerben. Ráadásul ez a sérülékenység globálisan érvényesült, hiszen a többszörösen átsomagolt értékpapírokból az amerikai cégeken kívül európai és ázsiai pénzügyi társaságok is vásároltak.

3. Szabályozói hiányosságok

Komoly problémát jelentett a válság kialakulása során a szabályozási környezet fejletlensége, mely a fentiekben bemutatott pénzügyi termékek újdonsága miatt alakult ki, s ami miatt számos bírálat éri a szabályozó intézményeket.

Ezen hiányos szabályozás – és adózási okok – miatt a pénzügyi társaságok speciálisan erre a célra létrehozott társaságokat, ún. SIV-eket (*Structured Investment Vehicle*) alapítottak, melyek az alacsony kamatozású hitelekkel magasabb hozamú termékeket vásároltak. Ezek a magas hozamú termékek természetesen magas kockázattal is rendelkeztek, ugyanakkor a szabályozási hiányosságok következtében sok esetben ezt akkor még nem is lehetett tudni.

Az értékpapírosítás is tovább növelte a pénzügyi közvetítő rendszer tőkeáttételét azáltal, hogy az értékpapírosított követeléseket (hiteleket) a bankok mérlegen kívül helyezhették ún. SPV (*Special Purpose Vehicle*) formájában. Ez az eljárás csökkentette a bankok mérlegfőösszegét és ezáltal tőkekövetelményét, ami agresszívebb hitelezési politikát tett lehetővé.

Mitől pukkant ki a buborék?

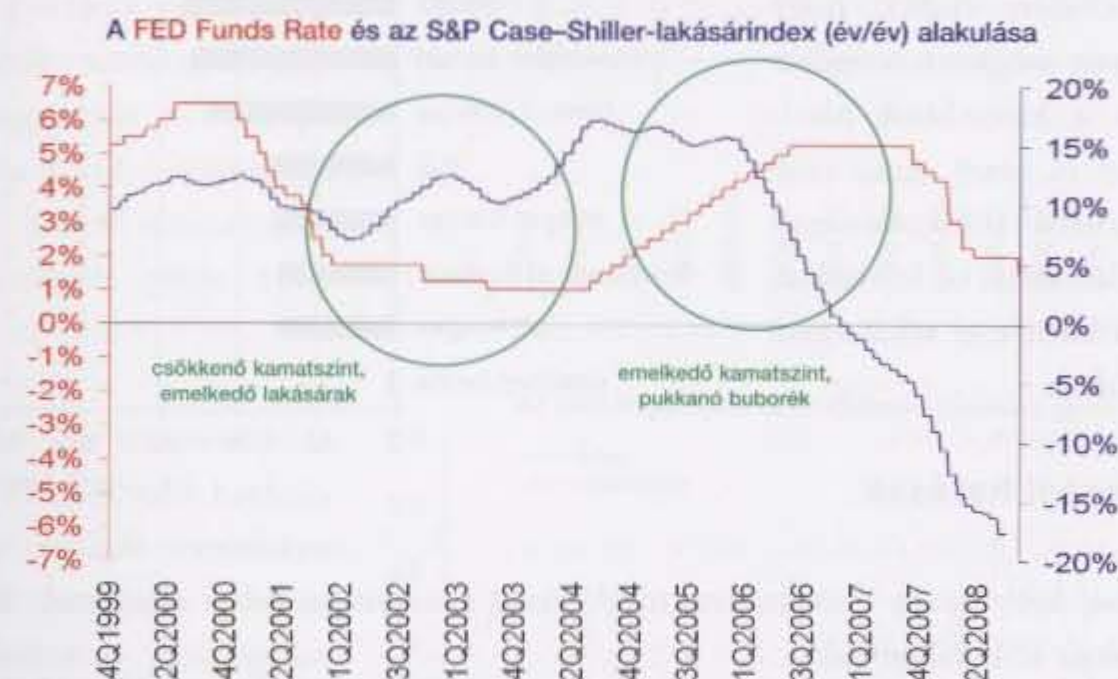
Az ingatlanpiaci buboréknek egyszer természetesen ki kellett pukkannia. Az ezt kiváltó legfontosabb ok a FED sorozatos kamatemelése volt, aminek következtében a FED Funds Rate 2004 júliusa és 2006 júliusa között 1%-ról 5,25%-ra emelkedett.

A kamatemelések nyomán a hitelköltségek emelkedni kezdtek, s ez két fronton is negatívan érintette a piacot:

- az ingatlanok iránti új kereslet csökkent;
- az adósok azon része, akik nem a jövedelmi viszonyaikhoz igazodva vettek fel hitelt (másodlagos, *subprime* adósok), nem tudták tovább törleszteni adósságukat.



E tényezők miatt a lakásárak növekedésének dinamikája már 2006 során lelassult, majd a magasan tartott kamatszint következtében a tehetetlenség 2007 elején csökkenésbe taszította az ingatlanpiacot. A lakásárak csökkenése spirált generált az ingatlanpiacon, hiszen a korábban 100% körüli, illetve e feletti LTV-ráták az árak esése miatt azonnal megemelkedtek, kényszereladásokhoz, árverezésekhez vezetve a piacon, és tovább nyomva lefelé az árakat.



A hólabda elindult...

Az ingatlanpiaci lejtmenet természetesen kihatott az ezzel kapcsolatosan kibocsátott, illetve kiírt pénzügyi instrumentumokra is, melyek ára az ingatlanárak zuhanásával, a kockázatok előtérbe kerülésével és a kockázatviselési hajlandóság csökkenésével párhuzamosan 2007 során – s főként az év második felében – meredek zuhanásba csapott át. Ezeken a derivatív termékeken keresztül az a válság, amely eleinte a másodlagos amerikai jelzálogpiacról indult (*subprime market*), lassan az egész hitelpiacon érezte a hatását, s az értékpapírosításnak köszönhetően átgyűrűzött Európába is.

A hólabda elindult: a befektetők menekülni kezdtek a subprime-kitettséggel rendelkező instrumentumokból, a kockázati spreadek az egekbe szöktek, a CDO- és CDS-piacok likviditása megszűnt. E piacok befagyása miatt azoknak az alapoknak a forgalmazását, amelyeknek jelentős kitettsége volt a subprime-eszközök felé, egyszerűen felfüggesztették, számos hedge fund pedig csődbe ment.

A derivatív piacok kiszáradása újabb hullámokat gerjesztett, hiszen piaci árak nélkül nem lehetett megbízható módon beállítani ezeket az eszközöket a pénzügyi társaságok mérlegeibe, így a befektetőknek újabb bizonytalansági tényezővel kellett szembenéznük – márpedig ebben a környezetben a bizonytalanságtól menekültek a befektetők. Tekintve, hogy egyrészt nem voltak megbízható piaci árak, másrészt jelentős zuhanás volt tapasztalható a mögöttes piacokon, illetve az ingatlanpiacon, a pénzintézetek szinte egymásra licitálva jelentettek be dollár- és eurómilliárdokban mért veszteségeirásokat.



További bizonytalansági faktorkkal járt azonban a befektetők számára, hogy a többszöri „átcsomagolás” következtében számos értékpapírosított instrumentumról egész egyszerűen nem lehetett tudni, hogy pontosan milyen mögöttes terméket rejtenek, így a különböző hitelintézetek 2007 és 2008 során nem egyszerre, hanem több hónapos eltéréssel is jelentettek be leírásokat. A bizonytalan környezet tehát egyre jobban elhúzódott.

Makrogazdasági hatások

A válság hatása 2007 során már kezdett meglátszani a makrogazdasági adatokon. Ezek közül a legfontosabbak az alábbiak voltak:

- az ingatlanpiaci válság következtében a lakásépítések csökkenésnek indultak, így a válság mélyülésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta egy éven át tartó folyamatos emelkedést követően 2008 végére évek óta nem látott magas szintre ugrott;



Forrás: USA Munkaügyi Minisztérium, portfolio.hu

- a Conference Board által számított fogyasztói bizalmi index több mint egy éven át folyamatosan tartó és jelentős mértékű visszaesést követően soha nem látott mélypontra zuhant, ami az amerikai fogyasztók erősödő pesszimizmusát mutatta;

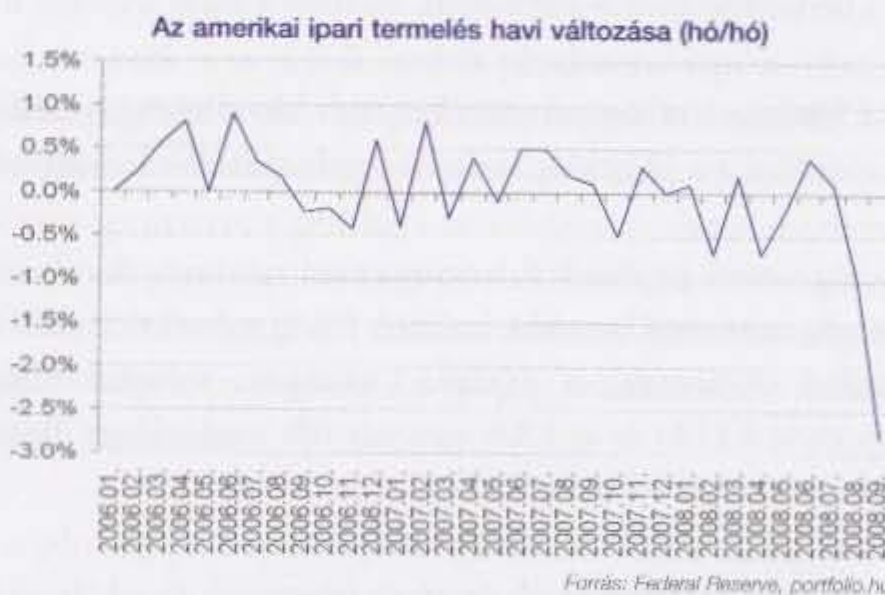


Forrás: The Conference Board, portfolio.hu

- a fenti két tényező a növekedési kilátásokra nézve igen rossz előjelül szolgált, hiszen ezen tényezők miatt az USA gazdasági növekedésének 70%-át adó lakossági fogyasztás szintén jelentős mértékű csökkenést mutatott (a fogyasztás év/év alapú visszaesésére az IT-buborék kipukkanását követő időszak után első ízben akadt példa 2008 végén);

- mindezekkel párhuzamosan az élelmiszer- és olajárak hatására a fogyasztói infláció meredeken emelkedett, visszafogva a lakosság vásárlóerejét – igaz ugyan, hogy a volatilisén mozgó energia- és szezonális élelmiszerárakat kiszűrő maginfláció nem ugrott meg jelentős mértékben, bár enyhe emelkedés ezen a téren is megfigyelhető volt;

- mindeközben az ipari termelés jelentős mértékben zuhant 2008 végén, amit legutoljára 2001 végén, az IT-buborék kipukkanása, valamint a szeptember 11-i terrortámadásokat követően tapasztalhattak a befektetők, s ami komoly aggodalmakat okozott a részvénypiacok számára,



A fenti folyamatok miatt 2007 végén – 2008 elején a befektetők körében egyre inkább előtérbe kerültek az USA-val kapcsolatos recessziós félelmek, valamint a globális növekedési kilátásokkal kapcsolatos aggodalmak, melyeket 2008 első felében az olaj- és élelmiszerárak drámai növekedése által fűtött, fokozódó inflációs várakozások is tetézték (stagfláció veszélye).

A WTI árfolyamának alakulása (dollar)



Forrás: portfolio.hu

Jegybanksi lépések

A kialakult helyzet a válság kellős közepén komoly kihívás elé állította a világ vezető jegybankjait, hiszen:

1. az emelkedő inflációs környezet a lakossági reáljövedelem-csökkenés és a vállalati költségek emelkedése miatt lassuló globális gazdasági növekedéssel párosult, szemben a klasszikus esettel, amikor az inflációt a túlfűtött gazdasági növekedés hajtja;
2. ennek folytán a világ meghatározó jegybankjai nem tudtak hatékonyan küzdeni az infláció emelkedése ellen, hiszen a kamatemelések a növekedés további fékeződésének irányába hatnak;
3. a bérinfláció szintén emelkedett, tükrözve a külső ársokkok inflációs várakozásokat befolyásoló hatását;
4. a hitelpiaci válság nyomán kialakult likviditáshiány pedig csak hab volt a tortán, mely szintén mérsékelte a világ meghatározó jegybankjainak kamatemelési mozgásterét.

A világ vezető jegybankjai természetesen nem nézték ölbe tett kézzel a piaci eseményeket. A FED jelentős kamatsökkentésbe kezdett: 2%-ig mérsékelte a FED Funds Rate-et annak érdekében, hogy egyrészt enyhítsenek a pénzügyi válságon, másrészt hogy mérsékeljék a növekedés lassulását. Ezenkívül a FED és az EKB igen jelentős mennyiségű likviditást pumpált a bankrendszerbe, elejét véve a komolyabb likviditási és bizalmi válságnak.

A jegybanksi beavatkozások azonban felvetették az erkölcsi kockázat (moral hazard) kérdését, hiszen azok a befektetők és háztartások, amelyek az elmúlt években körültekintés nélkül és minden racionalitást nélkülöző módon vették fel az olcsó hiteleket, és fektettek magas kockázatú termékekbe, abban reménykedtek, hogy a központi bankok által nyújtott megmentő likviditás segítségével elkerülhetik a bajt.

Sorozatos bankcsődök és vészmegoldások

2008 szeptemberében aztán az Egyesült Államok gazdaságpolitikai döntéshozói hatalmas hibát követtek el: hagyták csődbe menni a Lehman Brotherst, ami gyökeresen felforgatta a pénzpiacokat, és újabb fejezetet nyitott a likviditási és pénzügyi válságban.

A Lehman csődje mérföldkövet jelentett a válságban, a befektetési bank volt ugyanis az első jelentős piaci szereplő, melyet nem mentettek meg az összeomlástól. A pénzügyi szektorban ennek következtében eluralkodott a bizalmatlanság: a piaci szereplők nem hiteleztek egymásnak, vagy ha hiteleztek is, nagyon drágán és a korábbinál kisebb összegben.

A 3 hónapos Libor kamatláb alakulása (dollar, napi referenciaérték)



Forrás: Datastream, portfolio.hu

A bizalomvesztés oka az volt, hogy a piaci szereplők nem tudták, melyik pénzügyi intézet vagy befektetési bank lesz a válság következő áldozata, ekkor ugyanis a piac azt gondolta, hogy a kormányok nem fognak mindenkit megmenteni. Ez a likviditás teljes befagyását okozta a bankközi hitelpiacokon, sorozatos bankcsődöket és vészösszeolvadásokat gerjesztve a pénzügyi szektorban. A mentőakciókban döntő részben a kormányzatok vállaltak szerepet, azzal a céllal, hogy az első dominók eldőlését megakadályozzák. Így néhány nap leforgása alatt több százmilliárd dolláros és eurós mentőcsomagokat fogadtak el. 2008 októberéig a különböző országok kormányzatai a világon összesen 8000 milliárd dollár értékben pumpáltak tőkét a pénzügyi rendszerbe.

Tekintve, hogy az elmúlt évtizedekben a pénzügyi rendszer teljesen globálissá vált, a válság visszavonhatatlanul betört az európai piacokra, és 2008 szeptemberében-októberében felgyorsultak az események: tömegesen kellett megmenteni a bajba jutott pénzügyi intézeteket és garantálni a betéteket annak érdekében, hogy ne rohanják meg a betétesek a bankokat, hiszen ez azonnali összeomlást eredményezett volna a pénzügyi rendszerben.



A válság elérte a biztosítókat is, noha a válság kirobbanását követően a piac egyértelműen immúnisnak vélte ezt a szegmenset. Az AIG-t, amely több mint 600 Mrd dollár értékben írt ki CDS-eket, végül államosították, és a kormányzatoknak számos európai biztosítónak is mentőövet kellett dobniuk.

A hitelpiaci válság áldozatai 2008. október végéig

dátum	cég	ország	esemény
2008. feb. 18.	Northern Rock	Nagy-Britannia	államosítás
2008. márc. 17.	Bear Stearns	USA	felvásárolja a JP Morgan
2008. júl. 14.	Indymac	USA	csőd
2008. szept. 08.	Freddie Mac, Fannie Mae	USA	államosítás
2008. szept. 15.	Lehman Brothers	USA	csőd, feldarabolás*
2008. szept. 15.	Merrill Lynch	USA	felvásárolja a Bank of America 50 milliárd dollárért
2008. szept. 17.	AIG	USA	államosítás
2008. szept. 18.	HBOS	Nagy Britannia	felvásárolja a Lloyds TBS 12,2 milliárd fontért
2008. szept. 22.	Morgan Stanley	USA	bankholdinggá alakul
2008. szept. 22.	Goldman Sachs	USA	bankholdinggá alakul
2008. szept. 26.	Washington Mutual	USA	felvásárolja a JP Morgan 1,9 milliárd dollárért
2008. szept. 29.	Bradford & Bingley	Nagy-Britannia	államosítás
2008. szept. 29.	Fortis	Benelux	16,4 milliárd dolláros tőkeinjekció a Benelux államoktól 49%-os részesedésért
2008. szept. 29.	Hypo Real Estate	Németország	35 milliárd eurós hitel német bankoktól
2008. szept. 29.	Wachovia	USA	a bankrészelet felvásárolta a Citigroup
2008. szept. 30.	Dexia	Benelux	6,4 milliárd eurós tőkeemelés
2008. okt. 03.	Wachovia	USA	visszalép a Citigroup-ügylettől, felvásárolja a Wells Fargo 15 milliárd dollárért
2008. okt. 06.	Hypo Real Estate	Németország	50 milliárd eurós segélycsomag, miután egyes hitelezők visszaléptek
2008. okt. 06.	Fortis	Benelux	felvásárolja a BNP Paribas 14,5 milliárd euróért
2008. okt. 06.	Unicredit	Olaszország	6,6 milliárd eurós tőkeemelés
2008. okt. 12.	Main Street Bank	USA	csőd
2008. okt. 12.	Meridian Bank	USA	csőd
2008. okt. 13.	Sovereign Bancorp	USA	felvásárolja a Santander
2008. okt. 13.	Royal Bank of Scotland	Nagy-Britannia	állami többségi tulajdonba kerül
2008. okt. 13.	HBOS	Nagy-Britannia	maximum 43,5%-os állami tulajdon tőkeemeléssel
2008. okt. 20.	ING	Hollandia	10 milliárd eurós tőkeemelés
2008. okt. 25.	Alpha Bank & Trust	USA	csőd
2008. okt. 27.	KBC	Belgium	3,5 milliárd eurós tőkeemelés
2008. okt. 28.	Aegon	Hollandia	3 milliárd eurós állami tőkeemelés

*amerikai tevékenységeit a Barclays, ázsiai és közel-keleti üzletágait pedig a Nomura vásárolja fel

Forrás: portfolio.hu



A válság közepén számos országban (USA, Nagy-Britannia, Írország, Franciaország, Belgium, Németország, Olaszország, Ausztrália, Tajvan stb.) ideiglenesen megtiltották a shortolást egyes társaságok esetében részlegesen, illetve a pénzügyi szektor cégeinek esetében teljes egészében, mivel a shortra játszó befektetők több jelentős helyzetben (pl. Freddie Mac, Fannie Mae, Lehman Brothers) igen komoly mértékben hozzájárultak a pénzintézetek összeomlásához csupán azzal, hogy a részvényeket shortolták. Ennek oka éppen az a globális bizalmi válság, mely odáig fajult, hogy a földbe döngölt részvényárfolyammal rendelkező pénzügyi társaságokkal a partnerek egyre kevésbé voltak hajlandók üzleteket kötni. Azok a társaságok ugyanis, amelyek részvényárfolyamai zuhantak, egyre kevésbé voltak képesek friss tőkét bevonni (a 2008. év elején még lelkes ázsiai és közel-keleti befektetők ekkor már nem tolonganak), mely a likviditás biztosításához elengedhetetlen volt. Mivel a tőkebevonás lehetősége, illetve esélye csökkent, ezen cégeket a hitelminősítők leminősítése fenyegette. Ez tovább fokozta a csőd veszélyét, mely további részvényárfolyam-zuhanást indukált, hiszen a likviditás még inkább veszélybe került. Ez a spirál addig folytatódott, amíg a társaság csődbe nem menekült (pl. Lehman), vagy az állam meg nem mentette (pl. Bear Stearns, Freddie Mac, Fannie Mae).

Több olyan eset is történt, amikor egy pénzintézetben már jóval a partner csődbe menekülését megelőzően megtiltották az üzletkötést a bajba került féllel, ami szintén fokozta a bajba került bank likviditását, és növelte a csőd esélyét.

Nem mindenki bukott...

Azok a nagy short pozíciókkal rendelkező intézményi befektetők azonban, amelyek árfolyamnyereséget értek el a részvények árfolyamának zuhanásán, számos alkalommal még a kötvényeken is nyertek, amikor az Egyesült Államok mentőövet dobott a cégeknek. Ilyenkor ugyanis (például a Freddie Mac, Fannie Mae megmentésekor) a kötvények az állam tulajdonrészszerzése után szárnyalásnak indultak, míg a részvények tovább zuhantak. Természetesen kivételek is akadtak, a Lehman Brothers esetében például a csődvédelem nyomán a kötvényeken buktak a befektetők, a részvények shortolásával azonban kompenzálhatták ezt a veszteséget. A befektetési stratégia tehát egyszerű volt: add el a részvényt, vedd meg a kötvényt, s ha ezt olyan pénzügyi cég esetében játszod meg, amely túl nagy ahhoz, hogy az állam hagyja bedőlni, nem fogsz bukni az ügyleten.

Kiújuló recessziós félelmek, összeomlás a részvénytőkepiacokon

A bankmentő csomagok 2008 októberére már elérték hatásukat, hiszen a bankközi hitelezés újraindult, a hitelkamatok pedig újból a korábbi szintre csökkentek. A részvénytőkepiaci befektetőket azonban a válság reálgazdasági hatása ismét a markában tartotta: újra előkerült a recesszió rémképe. Ezt a negatív hangulatot fűtötték a vállalatok sorozatos profit warningjai, a csökkenő kereslet következtében végrehajtott gyárbezárásokról, valamint a beruházások visszafogásáról érkező hírek. Ez utóbbihoz jelentős mértékben hozzájárult a hitelkínálat szűkülése, amely nemcsak a lakossági, hanem a vállalati szférát is elérte, s elsősorban a túlnyomórészt hitelből finanszírozott szektorokat



(például autógyártás, építőipar) érintette. Ráadásul az inflációs félelmeket felváltották a deflációs várakozások, amiben a recesszió kívül jelentős szerepet játszott az olaj- és nyersanyagárak meredek esése (a bázishatás miatt).

A recessziótól való félelem természetesen a profit-előrejelzéseket is lefelé módosította, mégpedig igen látványosan. Az elemzők azonban 2008 végén továbbra is jelentős növekedési várakozásokat fogalmaztak meg a globális részvénypiacokkal kapcsolatban 2009-re és 2010-re vonatkozóan annak ellenére, hogy az USA recessziója, illetve a globális lassulás elkerülhetetlennek látszott.

Mindazonáltal a befektetők nem hittek a profitbecslésekben, a piaci értékeltség ugyanis szinte minden részvénypiacon többéves vagy több évtizedes mélypontra zuhant. A befektetők tehát a válságnak köszönhetően láthatóan sokkal nagyobb bizonytalansággal fogadták a profitbecsléseket, mint általában szokták.

Az árazásokban megvalósult óvatosság az elmúlt évtizedek recessziós időszakait tekintve indokoltnak is tűnt, tekintve, hogy az amerikai piacot reprezentáló S&P 500 index profitgörbéje jelentősen túlszaladt a hosszú távú, több mint 20 éves trendvonalon. A múltbeli tapasztalatok alapján recessziós környezetben mindig komoly profitkorrekció mutatkozott, s a visszatekintő nyereség a trendvonal alá zuhant.



Egyéb tőkepiaci hatások

A válság a kockázatok globális átárazódását indította el, igen komoly átrendeződéseket generálva a világ tőkepiacain. A legfontosabb eszközkategóriák esetében az alábbi folyamatok voltak tetten érhetők:

- a carry trade megfordult – ennek következtében a jen és svájci frank erősödött, míg a magas kamatozású devizák (forint, török líra) jelentős mértékben gyengültek, az izlandi korona pedig összeomlott;
- az eurózónában erősödő recessziós félelmekkel párhuzamosan a dollár jelentősen erősödött az euróval szemben;
- az amerikai államkötvények menedékként szolgáltak a befektetők számára, s a rövid hozamok minimális szintre estek le, ami szintén hozzájárult a dollár erősödéséhez;
- a részvénypiacok hatalmas esést mutattak, s a válság elején várt fejlődő piaci felülteljesítés (decoupling) nem érvényesült;
- a fejlődő piacok kötvényeinek hozama jelentős mértékben emelkedett, és számos esetben kiszáradt a piac (például Magyarországon is);
- az ingatlanpiacokon hatalmas áresés volt megfigyelhető;
- a biztonságos menedékként (safe haven) számon tartott arany árfolyama 2008 szeptemberében jelentős mértékben emelkedett annak ellenére, hogy dollárban denominált eszközről van szó;
- az olaj- és élelmiszerpiacokon 2008 első felében hatalmas lufi fúvódott, amely azonban az év második felében nagyon gyorsan ki is pukkant;
- a volatilitás jelentős mértékben, soha nem látott csúcsra emelkedett.

Kié a felelősség?

A válság természetesen felvetette a hitelminősítők felelősségét is, akik túlzottan optimista besorolásokat adtak az egyes instrumentumoknak. A hitelminősítők szerepe azonban normál piaci viszonyok között is megkérdőjelezhető, hiszen üzleti modelljük lényege, hogy bevételeiket azok a cégek adják, amelyek papírjait, termékeit minősítik.

Sokkal súlyosabb a felelősségük – a FED kamatpolitikája mellett – ugyanakkor a szabályozó hatóságoknak, melyek pontosan ismerték a pénzügyi szektor hitelezési tevékenységét, valamint a derivatív termékek piacainak méretét, sajátosságait, és mégsem hajtottak végre jogszabály-változtatásokat, melyekkel ki lehetett volna kényszeríteni a piactisztulást. A szabályozók felelősségének megítéléséhez elegendő egyetlen adat: a világ legnagyobb biztosítója a profitnövekedési célok teljesítése miatt több mint 600 Mrd dollár értékben írt ki CDS-eket, ami óriási kockázatot jelentett a társaság számára. Ennek a felelőtlenségnek csőd lett az ára.



2. Profi befektetők a piaci válságokról

Birger Schäfermeier: A kockázatkezelő day trader

Birger Schäfermeier

Születési idő: 1969

Tanulmányok: Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Családi állapot: nős

Gyermekek száma: 3

Élete legnagyobb kereskedési hibája: az orosz tőzsdeválságot követően okosabb akart lenni a piacnál.

Élete legnagyobb szerencséje: opciókereskedés 1994-ben (az első egymillió dollár megszerzése)

Élete legnagyobb nyereségét okozó pozíciója: a 2001. szeptember 11-ét követő zuhanás (200 000 euró egy nyitott pozíción)

Élete legnagyobb veszteségét okozó pozíciója: 250 000 euró asszisztensének hibájából (árfolyam és mennyiség felcserélése)

Kitől tanult a legtöbbet: a német traderek első generációjához tartozik, így autodidakta módon tanult.



Mennyi idős voltál, amikor tőzsdei karriered elkezdődött?

Diákként, 14 évesen tettem meg az első lépést a német tőzsdén, nagyszüleim segítségével. Igazán komolyan egyetemi éveim alatt kezdtem a kereskedéssel foglalkozni, de a kezdeti évek kizárólag a botladozásról szóltak: a nagyszüleimtől kölcsönkért, illetve az egyetem melletti munkával megkeresett pénzt részvényekbe vagy határidősindex-termékekbe fektettem, és jellemzően pár hónap alatt el is buktam a teljes kereskedési tőkét. A nagy fordulatot az hozta, amikor egyetemi bulikat kezdtem szervezni, ahova alkalmanként több ezer diák is eljött. A programok sikerét DJ-ként is segítettem, és az akkoriban újszerűnek számító rendezvényeken nagyobb összegeket kerestem. Az így befolyt pénzből már 10 000 márkát tudtam befektetni, amely tovább kitartott, így fokozatosan finomítottam kereskedési technikámon.

Mikor virított először hét számjegy az értékpapírszámládon?

1994-ben, életem első egymillió dollárjának az „összetőzsdézésében” a szerencse is nagy szerepet játszott, legalábbis utólag így gondolom. Tőzsdei „királyságom” azonban nem tartott sokáig, hiszen

a nyerő ügyleteket követő hónapokban megfeleztam korábbi nyereségemet. Ebben az időben rövid lejáratú DAX-opciókkal spekuláltam, amelyek igen kockázatos instrumentumok voltak, de ha szerencsésen a megfelelő irányú pozíciót vettem fel, befektetésem szépen hoztak. Azóta sokat tanultam, és kereskedésemet már nem a szerencsére alapozom, hanem a fegyelemre és a kockázatkezelésre helyezem a hangsúlyt.

Mikor váltál sikeres kereskedővé? Visszatekintve melyek voltak a legsúlyosabb hibáid tőzsdei pályafutásod kezdetén?

A kezdeti években a legnagyobb hibám az volt, hogy túlságosan a saját piaci prognózisomra támaszkodtam. Technikai és fundamentális alapon vizsgáltam a piacokat, és előre szerettem volna látni az árfolyamok irányát. Túlzott magabiztosságomért azonban nagy árat fizettem. Manapság azonban csak követem a piacokat, és nem bocsátkozom előrejelzésekbe. Ha nem változtattam volna kezdeti kereskedési módszereimen, akkor Porsche-gyűjteményem helyett még mindig egy Opel állna a mostaninál sokkal kisebb garázsban.

A másik nagy változás az volt, amikor felfedeztem, hogy a kereskedési pozíciók méretét folyamatosan változtatni kell a piac, a kereskedési számlám mérete és a saját mentális állapotom függvényében. A korai években minden körülmények között azonos kontraktusszámmal kereskedtem, így amikor szinkronban voltam a piaccal, nagyokat nyertem, amikor meg elvesztettem a fonalat, ugyanakkorákat buktam.

Manapság a jól trendelő piacokon nagyobb tételekkel kereskedem, míg a volatilis piacokon – mint ami 2008 végén is tapasztalható – megfelezem a kereskedési mennyiséget. Sorozatos veszteségek után is csökkenteni szoktam a mennyiséget, míg hogyha egy trendet jól sikerül meglovagolnom, akkor agresszívabb stratégiára váltok, és meg többszörözöm a mennyiséget. Ha elvesztem a higgadságom tőzsdézés közben, akkor azonban otthagynom a piacokat, és elmegyek golfozni.

Hogyan foglalnád össze a kereskedési filozófiádat?

Tőzsdei kereskedésem során két olyan tényezőre helyezem a hangsúlyt, melyet kontrollálni tudok: a kockázatra, illetve jómagamra, hiszen én hozom a döntéseket. A piac felett semmi kontrollal nem rendelkezem, és természetesen az irányokat sem áll módomban befolyásolni, így az elemzés helyett csak a trendek azonosítására fókuszálok. Én „főállású” profi trader vagyok, a családomat ebből tartom el (eddig nem volt okuk panaszkodni), így nem engedhetem meg magamnak azt a luxust, hogy olyan dolgokra koncentráljak, amelyeknek nincs hozzáadott értékük a tőzsdei kereskedés szempontjából.

A piac jövőbeni alakulásával kapcsolatosan természetesen – mint minden tőzsde iránt érdeklődő embernek – nekem is határozott véleményem van, de a kereskedés során nem próbálom találgatni a jövőbeni árfolyamokat. Ezt a feladatot meghagyom a fundamentális és a technikai elemzőknek.



A jövőbeni piaci árakra vonatkozó prognózisokat a kereskedés szempontjából teljesen haszontalan dolognak tartom. 25 év kereskedési tapasztalata alapján elfogadtam azt a már lassan évszázados Wall Street-i mondást, miszerint a tőzsde világában az egyetlen biztos pont az éppen aktuális árfolyam, ezért kereskedésem során hagyom, hogy a piac vezesse a kezemet, s nem én próbálom vezetni a piacot.

Milyen piacokon és mekkora kontraktusszámmal kereskedsz mostanában?

Régebben opciókkal és részvényekkel is kereskedtem, manapság azonban kizárólag a határidős piacokon mozgok. Azért specializálódtam a futures piacokra, mert ezek könnyen kereskedhető, likvid piacok, és – szemben a részvénytőzsszel – az árfolyam-emelkedések mellett a csökkenések is könnyen meglovagolhatók.

A futures piacokon akár több ezer termék is elérhető, de szerintem nincs olyan ember, aki ennyi piacot átlát, és a figyelem túlzott szétforgácsolása szerintem semmi jóra nem vezet. Az utóbbi években én a DAX, az S&P 500 határidős indexekkel, az Euro Bund kötvényárfolyammal, valamint az EUR/USD, EUR/JPY és az USD/JPY keresztárfolyamokkal kereskedem. Két-három terméknel több pozíciót általában nem kezelek, illetve nem kereskedem velük egy időben.

2008 során a piacok nagyon feszültté váltak, ezért lecsökkentettem a szokásos kereskedési mennyiségemet a DAX-index vonatkozásában például 5 kontraktusra (1 kontraktus DAX vásárlása esetén 1 pont árelmozdulás 25 euró változást eredményez a számlámon, így az 5 kontraktusom egy 800 000 euró értékű pozíciónak felel meg). Ha a piaci kondíciókat megfelelőnek tartom, akkor természetesen megháromszorozom vagy akár meg is négyszerezem a kiindulási kontraktusszámot.

Alapvetően a technikai elemzés segítségével kereskedsz. Előfordult mostanában, hogy fundamentális alapon hoztál meg befektetői döntést? Mit csinálsz ez utóbbi esetben, ha ellened megy a piac? Meddig tartod a veszteséges pozíciót?

A fundamentumokkal nagyon ritkán foglalkozom, esetleg akkor, ha a grafikonok is megerősítik őket. Mint említettem, nem próbálom találgatni a jövőbeni árfolyamokat, így kereskedésem során a fundamentumoknak nem tulajdonítok nagy jelentőséget. Ennek alapvető oka az, hogy szerintem az árfolyamokba már beépültek a jó és rossz hírek, és a befektetők jövőbeni várakozásait is diszkontálja a piac.

Hadd mondjak egy példát azonban arra, hogy néha figyelembe veszem a fundamentumokat is. 2007 októberében USD/JPY-devizapozíciókat nyitottam, mivel a trend csökkenő volt, és a fundamentumok is a jen további erősödése mellett szóltak: az amerikai gazdaság problémái már jelentkeztek, és a carry trade-ek áradata is kezdett visszafordulni. Jenvásárlásaimat végül kiemelkedő eredménnyel zártam, így nem kellett a veszteséges pozíciók miatt aggódnom. Ugyanakkor az is nagyon fontos, hogy a veszteséges pozíciók időbeni likvidálása kereskedési módszerem egyik alappillére, így ez itt sem lett volna másképpen.



Okoz valami különbséget számodra az, hogy éppen melyik termékkel kereskedsz?

Elvileg számomra indifferens, hogy milyen termékkel kereskedem, a lényeg az, hogy bőséges likviditás legyen az adott termék piacán. Az általam követett kereskedési módszereket használva teljesen mindegy, hogy szójababbal, DAX-indexszel, EUR/USD keresztárfolyammal vagy éppen kukoricával kereskedem.

Hiszel a „vegyél a pletykára, adj el a hírre” (buy the rumor, sell the news) módszerben?

Teljes mértékben. Ez nagyon jó módszer, amivel gyors profitot lehet elérni. Emlékezzünk csak a Paulson amerikai pénzügyminiszter neve által fémjelzett 700 milliárd dolláros pénzügyi mentőcsomag elfogadására! A törvény elfogadása előre beépült az árakba, így száguldottak az amerikai határidős indexek annak ellenére, hogy rossz makrogazdasági adatok érkeztek. Nem sokkal azután, hogy a hírügynökségek világgá kürtölték a törvénycsomag elfogadását, fordult a piac, és a Dow Jones történetének egyik legnagyobb zuhanását könyvelte el. Különösen ideges piacokon a „pletykára vásárlás, hírre eladás” stratégiája tökéletes módszer a napon belüli (day trade) kereskedés esetén.

Hosszú ideje vezeted kereskedési naplód. Mi látható ebből utólag: a vételi vagy az eladási pozíciókat kedveled jobban?

Egyiket sem kedvelem jobban a másiknál. Ha valaki elfogult valamelyik irányba, az csak a hátrányára válik. Képesnek kell lenni arra, hogy mindkét irányba játsszunk, hasonlóan egy zongoristához, aki mindkét kezét használja. Ha jó lehetőséget látok, akár a mostani medvepiacon is nyitok nagyon



rövid távú vételi pozíciókat, de természetesen ez jóval ritkábban fordul elő, mint bikapiacon, és egy ilyen esetben a szokásos kereskedési mennyiségnek csak a felével kereskedem.

Bika- vagy medvepiacokon szoktál nagyobb profitot elérni?

Szerintem minden kereskedő számára könnyebb a kereskedés a bikapiacon. Általában az emelkedő trend hosszabb ideig tart, és nem olyan meredekségű, mint a csökkenő tendencia, így lehetőség nyílik arra, hogy a befektető akár számos alkalommal is hibázzon, mivel az emelkedés ezeket a hibákat jellemzően kiegyenlíti. Hosszú bikapiacon akár egy fegyelmetlen, a kereskedés kockázatát figyelmen kívül hagyó befektető is kiemelkedő hozamot érhet el, de tapasztalataim szerint az ilyen típusú spekulánsok az első erőteljes visszaeséskor megtizedelik kereskedési számlájukat. Ez elsősorban azért van így, mert a medvepiacok jellemzően sokkal volatilisabbak, mint a bikapiacok, s az egymást követő hullámok erőteljesebbek és gyorsabb lefolyásúak. Ez pedig nehezíti a jó beszállási és kiszállási pontok azonosítását, így a kereskedőknek a hibákért is magasabb árat kell fizetniük.

A kereskedési naplód szerint milyen arány áll fenn a nyereséges és veszteséges ügyleteid között?

A találati arányom, vagyis a jó irányba felvett pozícióim aránya az elmúlt években 49 és 50% között mozgott, ami azt jelenti, hogy semmivel nem vagyok jobb, mint az, aki csak találgatja, hogy merre mennek az árfolyamok.

Nekem egyáltalán nem célom, hogy a piac helyes irányát gyakrabban eltaláljam, mert nem tartom hatékonynak az időmet erre áldozni. Ha valaki 80%-osan eltalálja a piac irányát, de a nyereséges ügyleteket túl hamar, túl alacsony profittal zárja le, míg a maradék 20%-os veszteséges ügyleten hatalmas veszteséget halmoz fel, akkor az illető szaldója könnyen negatív lehet. Ezzel szemben én csak 50%-osan nyerek a pozícióimon, de a nyereségeim mértéke nagyságrendekkel meghaladja a veszteségeim mértékét, s ennek köszönhetően sikeres kereskedő lehetek.

Az előzőekben már beszéltünk a medvepiacokról. Hogyan veszel fel a trenddel ellentétes irányú pozíciót?

Természetesen arra törekszem, hogy lehetőség szerint az azonosított trend irányába kereskedjem. Több stratégiám is van azonban arra, hogy a piaci fordulókat meglovaglását jól ki tudjam használni, így adott esetben akár a trenddel ellentétes pozíciókat is felveszek. Ilyenkor sokkal óvatosabban, kisebb mennyiségekkel és szűkebb stopokkal kereskedem. Ha pedig az általam várt forduló bekövetkezik, akkor természetesen növelem a tétet, és meg többszörözöm a kereskedési mennyiséget.

A trend meghatározása amúgy kereskedési módszerem egyik alappillére, de azt feltétlenül látni kell, hogy egy day trade ügylet szempontjából a rövid távú, akár napon belüli trendek nem szükségszerűen esnek egybe a piacokon több hónapon keresztül tartó folyamatokkal. A többnapos, esetleg többhetes



befektetésekből gondolkodó kereskedőknek azonban semmiképpen nem tanácsolnám, hogy a főbb trenddel szemben vegyenek fel pozíciókat, hosszabb távon ugyanis szinte biztosan veszíteni fognak az ilyen tranzakciókon.

Gyakran mondd, hogy foglalkozásodat tekintve kockázatkezelő vagy. Mennyire kell meghatározónak lennie a kockázatkezelésnek egy kereskedő életében?

A kockázatkezelés nélküli tőzsdei kereskedést egy fék nélküli autó vezetéséhez tudnám hasonlítani. A tőzsde világában a veszteségek szervesen hozzátartoznak a „játékhoz”, ezért a kereskedési kockázat kezelésének a legnagyobb szerepet kell kapnia a kereskedő életében. Mindenki, aki tőzsdei kereskedésre adja a fejét, hosszú távú nyereség elérésében érdekelt, melyet csak úgy érhetünk el, ha nyereségeink összességében meghaladják veszteségeinket. Hogy ezt elérjük, a veszteséges ügyleteket időben le kell zárni, míg a nyereséges pozíciókat hosszabb ideig futni kell hagyni. E közül a két feladat közül a legtöbb befektetőnek az elsővel, azaz a veszteséges ügyletek gyors lezárásával gyűlik meg a baja. Kereskedésemben én roppant fegyelmezett vagyok, és nem hagyom, hogy egy tranzakción a kereskedési tőkéim 2%-ánál nagyobb veszteségem legyen.

A veszteség gyors lezárásának szükségességét nagyon jól megvilágítja egyik személyes történetem. Volt egy tőzdeguru barátom, aki alapvetően nagyon jól érezte a piaci folyamatokat. Kivette a részét a kilencvenes évek végén kialakult technológiai boomból, és időben felismerte, hogy buborék alakult ki a piacon, így az árfolyamzuhanásból is profitált. 2000 nyarát már a saját dél-francia kastélyában töltötte, ahová engem és a családomat is meghívott egy hétre. A bejárattól öt perccel kellett autózni, mire a chateau-hoz értünk, és mindenhol hatalmas bronzoroszlánok fogadták a vendégeket, országnak-világnak hirdelve a tulajdonos gazdagságát.





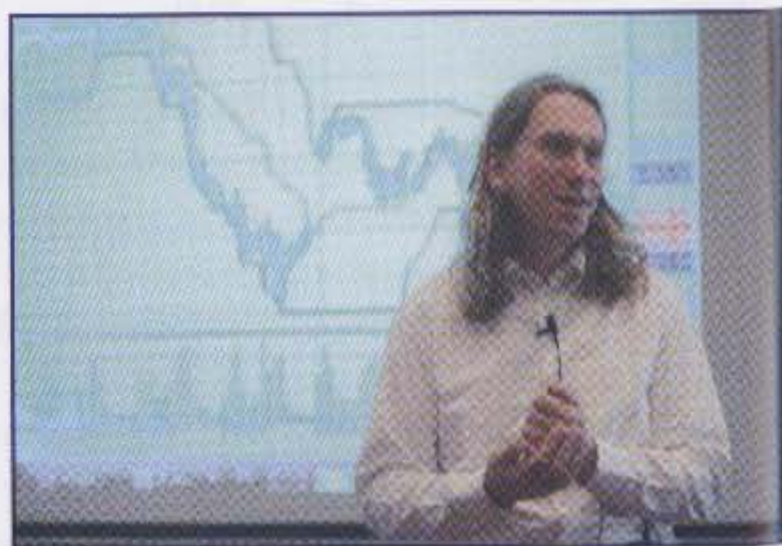
Barátom azonban nem tulajdonított nagy jelentőséget a veszteséges pozíciók kezelésének, mondván, előbb-utóbb úgyis arra megy a piac, amerre gondolja. 2000 végén optimista volt a német részvénypiac alakulásával kapcsolatosan, így hatalmas tőkeáttétes pozíciókat halmozott fel. A 2001. szeptemberi eseményeket követően olyan hatalmas veszteségeket szenvedett el, hogy a teljes vagyona, beleértve a kastélyát is, elúszott, miután a pozícióit kényszerlikvidálták. Most egy essen bérház harmadik emeletén lakik, visszatért mérnöki szakmájához, és többé már nem tőzsdézik.



Egy ilyen közeli ismerős bukása természetesen nagy hatással volt rám, és megerősített abban a hitemben, hogy alázatosan kell a tőzsdéhez közeledni, és soha nem szabad abba a hibába esni, hogy okosabbnak gondoljuk magunkat a piacnál. Ez ugyanis a kockázat kezelésének elmulasztásához vezet.

A kereskedési mennyiséget is használod a kockázat kezelésére?

Nagyon fontosnak tartom annak meghatározását, hogy mekkora pozíciókat veszünk fel, illetve tőkénk mekkora részét tesszük kockára. Az autós hasonlatnál maradva: szeretek a Porschémmal a német autópályákon gyorsan vezetni, és nemritkán akár 270-nel is száguldozom. Normális ember azonban csak üres sztrádán vezet ilyen őrült módon; ha tele van az autópálya, akkor én is csak 80-nal megyek, mint mindenki más. Hasonlóan



működik ez a tőzsdék világában is: ha ideges a piac, és nagyon nagy a volatilitás, tehát az ide-oda csapkodás, akkor vissza kell venni a tempót, és kisebb mennyiséggel kell kereskedni.

Milyen indikátorokat használsz a kereskedés során, van-e közöttük olyan, amelyet más tőzsdei kereskedőnek is ajánlanál?

Nem használok indikátorokat a kereskedésben, kizárólag a trendekre, résekre, támaszokra és ellenállásokra fókuszálok. Kereskedői pályafutásom során szinte az összes indikátort kipróbáltam, sőt kollégáimmal saját algoritmusunk felhasználásával mi is létrehoztunk újabbakat, de aztán be kellett látnom, hogy ezek az eszközök sok segítséget nem nyújtanak.

Az emberek általában szeretnek indikátorokat használni, mert mindenki kedveli, ha valami vagy valaki irányt mutat neki, különösen bizonytalan időkben, de a tőzsdézés nem így működik. Senki sem fog odamenni hozzád, megfogni a kezéd, és megmondani, mit csinálj: egy indikátortól sem várhatjuk el ezt. Az indikátorok a múltbéli árfolyamok alapján adják a jelzéseket, így bizonytalan, hektikus árfolyammozgás közepette használatuk a magamfajta rövid távú kereskedő számára teljesen haszontalan.

Ha valaki igazi kereskedővé akar válni, vállalnia kell a döntéshozatal súlyát, és ezt nem lehet teljesen egy kereskedési szisztémára, indikátorra hárítani.

Átlagosan milyen hosszan tartasz egy pozíciót?

Ez teljes mértékben a piac sebességétől függ. Alapvetően day trader vagyok, az esetek többségében még az adott kereskedési napon lezárom a pozíciómat. Létezik olyan eset is, amikor pár másodperc alatt kiszállok, mert az árfolyam megüti a stop loss-szintemet, és létezik olyan eset is, amikor egy adott pozícióm reggeltől estig nyitva marad.

A kereskedés során folyamatosan visszajelzést várok az árfolyamtól: ha ellenem megy a piac, azonnal lezárom a pozíciómat, ha pedig oldalazás tapasztalható, akkor csökkentem pozícióm méretét (jellemzően megfelezem). Például ha egy határidős DAX-index-vásárlás esetén húsz percen belül nem mozdul el az árfolyam, elkezdek kilépni a pozícióból, míg ha jó irányban lovagolom meg a kialakult trendet, rendszerint





agresszívabb kereskedési stratégiára váltok, és fokozatosan növelem a pozíció nagyságát. Veszteséges pozíciót viszont soha nem hígtok úgy, hogy alacsonyabb áron még újabb pozíciókat nyitnék. A veszteséges pozíciókat egyszerűen le kell zárni, és új lapot kell nyitni a kereskedésben.

1997 óta tartod magad sikeres tőzsdésnek. Miben változott kereskedési technikád az elmúlt években, különös tekintettel a már több mint egy éve tartó medvepiacra?

Az elmúlt egy év medvepiaca nem változtatott kereskedési módszereimen. Taktikám most is ugyanaz, mint bikapiacon: a napon belüli trendeket azonosítom, és ezeket követem day trade-jeim során. Kedvelem a piaci hangulatot meglovagoló, úgynevezett momentumstratégiákat, amelyek használatára kiváló lehetőséget teremtenek a short piacok. A csökkenő hullámok sokkal erőteljesebbek, mint az emelkedők, ezért 2008 kiváló lehetőséget teremtett számomra a kereskedéshez.

A kereskedési stílusom természetesen sokat változott pályafutásom kezdete óta. Huszonöt évvel ezelőtt a rendkívül agresszív kereskedési stratégiáknak köszönhetően a veszteségeim igen jelentősek voltak. Most már sokkal inkább a kereskedés mentális aspektusaira fókuszálok, és szigorúan betartom a magam számára felállított szabályrendszert, ami sokat segít abban, hogy nyugodtabban reagáljak a piac változásaira. Mindez természetesen nem azt jelenti, hogy ne lépnék azonnal, ha a helyzet úgy kívánja, mindössze a nagyobb hozammal kecsegtető ügyletekre koncentrálok.

Mik voltak az általad eddig megélt pénzügyi válságok legfőbb tanulságai számodra?

Ezekből a válságokból alapvetően három tanulságot tudok levonni. Az első az, hogy a pénzügyi krízisek gyakorta jobban elhúzódnak, mint az elején azt sokan prognosztizálták. A második, hogy a medvék uralma alatt a piac jobban beszakad, mint gondolnád; olyan támaszok hullanak el, amelyekről korábban még azt gondolták, hogy „biztosan” megtartják a piacokat. A harmadik tanulság pedig az, hogy előbb vagy utóbb – jellemzően akkor, amikor már senki sem várja – visszatér minden a rendes, megszokott kerékvágásba.

Hogyan érted el a legnagyobb nyereségedet az elmúlt években?

2008 legsikeresebb tranzakciója a DAX-index januári, napon belüli 500 pontos zuhanásához kötődik. Ez az esés a SocGen-ügyhöz kapcsolódott, amikor is a bank egyik felelőtlen brókerének keszékusza ügyletei után a pénzügyi intézetnek hatalmas pozíciót kellett likvidálnia a határidős DAX-piacon. A piac réssel esett, ezért én egy vétellel indítottam a kereskedést, arra számítva, hogy a rés betöltődik. Az árfolyam azonban emelkedés helyett tovább csökkent, és 20 ponttal lejjebb elérte az én stopszintemet, ahol lezártam veszteséges pozícióimat. Mivel nagyon erős eladási jelzésként értelmeztem, hogy a nyitás után képződő rést nem töltötte ki az árfolyam, mi több, ezt követően újabb napi minimum alakult ki az indexen, eladási pozíciókat nyitottam, és sikerült megfognom az ezt követő zuhanást.



A másik emlékezetes ügyletem mindösszesen 15 percig tartott, de ezalatt tetemes profitra sikerült szert tennem. 2008. október 8-án a tőkepiaci válság kellős közepén az S&P 500 index jelentős mínusszal kezdte a kereskedést, ahol lemaradtam az eladási pozíció nyitásáról. Észbe kaptam azonban, hogy a Dow zuhanásának hatására a jen erősödhet a dollárral szemben, ezért gyorsan japán jent vásároltam, és az árfolyam egyből 2,5 centet emelkedett. Talán az elmúlt tíz évben a 15 percen át tartott pozíciókat tekintve ez a 70 000 euró volt a legnagyobb nyereségem.





Hol voltál 2001. szeptember 11-én, és milyen pozícióid voltak ezen a napon?

Az irodámban ültem aznap, és éppen egy DAX opciós ügylet lezárását ünnepeltük, melyen kiemelkedő profitot sikerült elérnünk. Süteményt rendeltünk, és éppen az utolsó falatot nyeltem le, amikor az egyik gyakornok berontott a szobába, és izgatottan kiabálta, hogy repülő csapódott a WTC-be. Természetesen egyből meredten a hírcsatornákat figyeltük, és mivel 2001 nyarán New Yorkban jártam, és láttam a World Trade Centert is, valahogy motoszkált bennem a gyanú, hogy azt az óriási lyukat nem egy kis Cessna ütötte az épületben.

Rossz érzésem lévén, óvatosan eladtam pár kontraktus határidős DAX-indexet, nagyobb mennyiséggel azonban nem mertem kereskedni, ugyanis egy rossz megérzésnél azért több kell, hogy egy kereskedő agresszívan vegyen fel pozíciókat. Amikor a második gép is becsapódott, már egyértelmű volt, hogy megérzésem helytálló, de a piac olyan ideges és volatilis lett, hogy úgy döntöttem, maradok a kis pozíciónál. Később, amikor már nyilvánvaló volt, hogy mi történt, a sokkhatás teljesen lebénított, és abbahagytam a kereskedést, de kicsiny eladási pozícióm is jelentős nyereséget eredményezett, ugyanis a DAX-index egész nap, folyamatosan zuhant. Megdöbbenő volt látni a tévében, ahogyan az épület, amelynek környékén pár hónapja még a feleségemmel sétáltam, kártyavárként omlik össze. Az azt követő napok nagyon izgalmasak voltak, hiszen az amerikai tőzsde egy időre bezárt, így nagyon sok befektető az Euronexten kereskedett határidős amerikai indexekkel, így kereskedési szempontból a 9/11-et követő napok sokkal emlékezetesebbek voltak számomra, mint a tragédia napja.

Mik voltak a legemlékezetesebb tranzakcióid az 1998-as orosz pénzügyi válság idején?

Számomra 1997–1998 volt a profitábilis kereskedővé válás időszaka. Ekkoriban elfogult voltam a short pozíciók iránt, mivel ekkor fedeztem fel, hogy a csökkenő hullámok a tőzsdéken mindig erőteljesebbek, mint az emelkedések, így zuhanó piacon rövid idő alatt rengeteget lehet keresni, ugyanakkor a pontos időzítés roppant nehéz.

Az orosz válság nagy zuhanásából kivettem a részemet, s pár nap leforgása alatt több mint félmillió dollárral gyarapodott kereskedési számlám egyenlege. A nagy nyereségek azonban borzasztóan izgatottá és – be kell vallanom – kicsit elbizakodottá is tettek. Ebben az időszakban még indikátorokat is használtam, és ekkortájt éppen az Elliott-hullámokban láttam a megváltást. Elliott hullámelmélete alapján úgy okoskodtam, hogy még egy erőteljes csökkenő hullámnak kell következnie.

Az általam várt utolsó nagy eladási hullámból természetesen ki akartam venni a részem, ezért számos alkalommal nyitottam eladási pozíciókat. Amikor ezeknek a pozícióknak a stop loss-szintjeit az emelkedő árfolyam kiütötte, újabb eladásokkal próbálkoztam, így ugyanazt a hibát ismételtam sorozatosan. Ennek a sorozatnak a következménye az lett, hogy korábbi nyereségem nagy részét visszaadtam a piacnak. Így izgatottságom jelentősen megcsappant, és a letargia lett úrrá rajtam:



ennek következtében egy teljes héten át nem kereskedtem (ez azóta sem fordult elő velem). Egy hét alatt azonban átgondoltam az elkövetett hibákat, és azóta is igyekszem elkerülni őket.

Az 1998-as válság azonban két dologra megtanított: egyrészt arra, hogy a rövid távú kereskedőnek soha nem érdemes előre megjósolnia a piaci folyamatokat; sokkal okosabb, ha csak követi a piacot. Másrészt, ha túl izgatott lesz a kereskedő, nem tud racionális döntéseket hozni, ami kereskedési csapdákhoz vezet. Ezt elkerülendő, hasonló esetekben egyszerűen fel kell függeszteni a kereskedést pár napra.

Mikor és hogyan vesztetted a legnagyobb összeget pályafutásod során?

A legnagyobb tőzsdei bukásom a nyereségeknél is sokkal emlékezetesebb. Évekkel ezelőtt határidős DAX-indexszel kereskedtem, és éppen shortoltam a piacot. Mivel nem voltam bent az irodámban, az asszisztensemét kértem meg, hogy módosítsa a stop loss-szintemet, aki az ajánlat bevitele során véletlenül felcserélte az árat a darabszámmal. Emiatt egyik pillanatról a másikra több mint 400 kontraktus DAX-vételi megbízást adtam. Ez azt jelentette, hogy minden egyes pont elmozdulás a határidős indexben 10 000 eurós változást hozott az értékpapírszámlámon. Azonnal észrevettük a hibát, a pozíciót azonban nem zártuk le rögtön, abban reménykedve, hogy nullában vagy kis veszteséggel le tudom zárni DAX-kontraktusaimat. Gyakorlatilag a csodára vártam. Negyedóra múlva azonban verejtékező homlokkal, 340 000 euró veszteséggel zártam le a pozíciót. A rendkívüli veszteségben természetesen asszisztensem is közrejátszott, de én is elkövettem egy nagy hibát: a téves megbízást követően hagytam magam kizökkenteni a fegyelmezett kereskedés medréből, és a realitás talajától elszakadva, a piaccal szemben haladva, hezitáltam a téves pozíciók lezárásában. Ennek a késlekedésnek az ára körülbelül 250 000 euró lett.



Miben változik kereskedési attitűdöd a „vérzivataros” időkben, amikor meredeken zuhanak az árfolyamok?

Ilyenkor az első dolgom, hogy lecsökkentem a kereskedési mennyiséget. A második lépésben a tranzakciók gyakoriságát mérséklek. Ha egy tőzsdei kereskedő ezt a két arany szabályt betartja, nagy valószínűséggel lesz még kereskedési tőkéje a válságot követő időkre is.



Van-e valamilyen speciális termék, amellyel előszeretettel kereskedsz turbulens piaci körülmények között?

A kereskedést a piaci viharok közepette a szörfözéshez tudnám hasonlítani. Ha nincs szél, az rossz; ha erős szél van, akkor igazán élvezet a deszkán állni; míg hurrikán idején jobb a parton maradni. Így vagyok én is a piacokkal: túl nagy volatilitás esetén keresek egy nyugodtabb piacot, mint például az Euro Bund.



Mit gondolsz a mostani piaci viszonyokról? Van valami prognózisod arra, hogy mikor ér véget a 2007 végén kezdődött medvepiac?

Mint már mondtam, alapvetően igyekszem elkerülni, hogy prognózisokba bocsátkozzam, és különösen azt, hogy saját prognózisaim befolyásolják kereskedésemet. Alapvetően sokkal rugalmasabban tudok kereskedni úgy, hogy nem szab kereteket számomra egy szakértő, vagy akár a saját magam által felállított irányvonal.

De a kérdésre válaszolva, szerintem a mostani medvepiac tovább fog tartani, mint bármelyik lefelé tartó trend 1982 óta. Nagy problémák vannak a világban, mert évek óta most először hiányzik a pénz a rendszerből. A FED által teremtett pénzkínálat a kilencvenes években túl nagy volt, most ennek isszuk meg a levét. A piacon minden annyit ér, amennyit adnak érte. Ha a befektetők nagyon bíznak



valamiben, akkor hajlandók többet adni érte, és emelkedni fog az árfolyam. A bizalom hirtelen elvesztése a buborék kipukkadásához vezet, amelynek most is tanúi vagyunk. A mostani válságot a japán gazdaságot sújtó, a nyolcvanas évek végén kialakult krízishez tudnám hasonlítani, amely hosszabb lefolyású volt, mint azt bárki gondolta volna.

Véleményem szerint azonban az egész válságot a politikusok megint a kereskedők és a spekulánsok nyakába akarják majd varrni, pedig ennek az égvilágon semmi alapja nincsen. Hoznak majd pár adminisztratív intézkedést, amely csökkenti a spekulánsok játékterét. Ez pedig nagy hiba, hiszen a spekulánsok teremtik meg a likviditást a piacok számára.

Tőzsdei szemináriumok kapcsán – amelyeket te is rendszeresen tartasz – gyakran felmerül a kérdés: lehet-e bárkiből sikeres kereskedő, illetve lehet-e a tőzsdézést tanulni?

Igen, számos kereskedési szabály könnyen elsajátítható, a kockázatkezelés például kimondottan mechanikus dolog. Ha valaki megérti a főbb törvényszerűségeket, és követi az általam felállított szabályokat, akkor nagy lépést tesz a sikeres tőzsdei kereskedés felé. Azt azonban mindenkinek látnia kell, hogy a tőzsdézés nem a könnyen megkeresett pénzről szól. Kitartás, nagyfokú önfegyelem, a tőzsdézés élvezete és persze az önmagunkba vetett hit szükségeltetik a diadalhoz.





Szabó László: Nem használok automatikusan stop losst

Szabó László

Születési idő: 1969

Tanulmányok: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem
(ma Corvinus Egyetem)

Családi állapot: nős

Gyermekek száma: 2

Kedvenc könyv: Dosztojevszkij: Karamazov testvérek;
Thomas Mann: József és testvérei

Élete legnagyobb kereskedési hibája: a következetlenség

Élete legnagyobb szerencséje: a családja

Élete legnagyobb nyereségét hozó pozíciója: Brau-vételek

Élete legnagyobb veszteségét okozó pozíciója: OTP-euró-
kötvények vásárlása (az interjú idején még nem volt lezárva)

Kiől tanult a legtöbbet: a tőzsdétől. Tényleg. Nagyon sokat.



Hogy kerültél közel a befektetések világához? Már óvodában is üveggolyókat cseréltél, vagy megfogott egy sztori a tanulmányaid alatt?

Valószínűleg nagyobb esélye van annak, hogy valaki befektető legyen, ha már kiskorában felfigyel az arbitrázslehetőségekre, illetve az értéktolódásokra. Kisiskolás koromban bélyegeket gyűjtöttem. Ezzel azonban néha kellemetlen helyzetbe is kerültem, például akkor, amikor az osztálytársaimmal malajziai papagájokat cseréltem Lánchíd-blokkra, mert másnap jöttek a barátaim édesapjai, akik követelték vissza a bélyegeiket. Nem voltam túl sportszerű, nekem ugyanis voltak sejtéseim az árakról, mivel az összes pénzemet befektetve vásároltam egy bélyegkatalógust, így volt némi fogalmam az árányokról. Más kérdés, hogy a srácok is elégedettek voltak a színes, egzotikus bélyegekkel. Fontos tanulság volt számomra, hogy mindenkinek más fontos. Mindenesetre ez érdekes arbitrázslehetőség volt.

Emellett, gondolom, a Gazdálkodj okosan! volt a kedvenc játékod...

Nem, azt valahogy ritkán játszottam.

Mi sarkallt arra, hogy gazdasági pályára lépj?

Eredetileg a műszakira akartam menni, de egy véletlen folytán bekeveredtem egy rendezvényre, ahol Kupa Mihály, a Pénzügyminisztérium akkori osztályvezetője tartott egy előadást az áfarendszerrel és



az ártámogatásokról. Nagyon megfogott, amikor elmagyarázta, hogy ha a téglát támogatjuk, akkor azokat az embereket támogatjuk leginkább, akik a Rózsadombon építenek háromemeletes luxusvillát, nem pedig a szabolcsi szegényeket. A szabolcsi szegények ugyanis nem építenek semmit. Nagyon szomorú vagyok, hogy egy csomó politikus ezt az egyszerű összefüggést máig nem tanulta meg. Sok minden más is elhangzott, s az előadás végére már tudtam: ilyen dolgokkal akarok foglalkozni. Nagy szerencsém volt! Ekkor jelentkeztem a Közgázra, pedig nem is ilyen jellegű fakultációra jártam, történelemből például csak a mohácsi csata évszámára emlékeztem. De mivel be akartam kerülni, egy-két hónap alatt megtanultam az anyagot.

Mikor léptél közelebb konkrétan a befektetési szektorhoz?

Amikor egyetemista voltam, egy barátommal a cégalapítások első hullámában futárszolgálatot alapítottunk. Enyém volt az ötlet, a társamnak meg volt egy kis kapcsolatrendszere, amely elsősorban tőzsdei szakemberekből állt, akik már csak azért is támogattak minket, mert akkoriban újdonság volt, hogy fiatalok vállalkozzanak. Az első megbízóink tehát ennek megfelelően az értékpapírszakmából kerültek ki, s ha már postáskodtunk, megismerkedtünk az emberekkel, bevittük a dolgozatainkat lektoráltatni, beszélgettünk velük, hiszen alapvetően érdekelt minket a pénzügy, a szakma, amit tanultunk. Nem is sejtettük, milyen szerencsések vagyunk, hogy kérdéseinkkel olyan emberekhez fordulhatunk, mint Simor András, Lantos Csaba, Jaksity György, Bertalan Imre stb. Mire elvégeztük az egyetemet, már meg is volt a munkahelyünk, hiszen látták rajtunk, hogy vállalkozó szelleműek, nyitottak vagyunk. Ez azért volt fontos, mert akkoriban indult a hazai tőzsde.

Hol kezdtél el dolgozni?

A futárszolgálat első ügyfele a Lupis Brókerház volt. Nyolcezer forint volt a havi díjunk, plusz a küldeményenkénti díj, s ezzel a szolgáltatással kerestük meg „Lupis urat”. Meggyőzőek lehettünk, mert Lupis úr a beszélgetés végén azt mondta, hogy fizet 15 000 forintot, és menjünk másnap reggel a küldeményekért. Nagyvonalú ember volt, és fantasztikus salesman, de a pénzzel nem nagyon tudott bánni. Az egyetem befejeztével állást ajánlott – ez akkoriban a legnagyobb presztízsű állás volt az évfolyamon –, amelyet elfogadtam. Belépésem után a cég azonnal csődbe ment, így szakmai tapasztalatok megszerzésére kevés volt az idő, de ez a néhány hónap mégis tanulságos volt. Átéltam, hogy egy nagy presztízsű cég napok alatt eltűnik a süllyesztőben, miközben ijesztő volt látni a csillogó külső alól felbukkanó problémákat.

Mi volt az első befektetésed?

Még egyetemista voltam, amikor – ha jól emlékszem – 500 ezer forintot kértem kölcsön a papámtól, és kárpótlási jegyért Primagázt vettem. A papámat is meggyőztem arról, hogy szálljon be a papírba. Ő eleinte nem lelkesedett, de aztán ráérezett az ízére, mert megnyugtatta, hogy amikor ment leadni a papírokat, rengetegen tolongtak a bankban. Akkor kezdtem sejteni, hogy az emberek szeretik a nyájszellemet: a fiad tanácsát – aki ezzel foglalkozik, és akiben bízol is – szkeptikusan fogadod, de ha ott tolong még 150 nyugdíjas, az megnyugtat. További tanulság volt számomra, hogy az ember nem lehet próféta a saját hazájában.



Milyen út vezetett oda, hogy végül alapkezelő lettél?

A kilencvenes évek elején még nem volt annyira elkülönülve a befektetési banki világ, mint most, az egyes speciális feladatkörök még nem váltak szét jogilag sem. Először corporate finance-szel kezdtem el foglalkozni, melynek keretében részvénykibocsátást, prospektusírást végeztem, így az egész piaci módszertanát megismerhettem. Amikor a nagy IPO-hullám lezárult, elkezdtem elemzéssel foglalkozni, és elsősorban a gyógyszeriparral kerültem kapcsolatba. Jó pár évig csináltam ezt, és nagyon szerettem, de aztán meguntam, hogy tanácsokat adok a befektetőknek, akik aztán vagy megfogadják őket, vagy nem, és úgy döntöttem, hogy inkább én magam akarok dönteni a befektetésekről. Ennek köszönhetően határoztuk el Jaksity Gyurival, hogy beindítjuk a vagyonkezelési üzletet. 1994-ben indítottuk el a Concorde 1997 Zárt Végű Befektetési Alapot, amely három év alatt megháromszorozta az értékét. Ez a hőskor volt, mi pedig, mi tagadás, jókor indultunk el.

Te közismerten értékorientált befektető vagy. Ez a szemlélet még elemző korodban alakult ki?

A jó pap is holtig tanul, s a jó befektető stílusa is napról napra változik, csiszolódik, de az ember ritkán esik át a ló egyik oldaláról a másikra. Az értékorientáltság abból fakad, hogy szeretem érteni a dolgokat, szeretek magabiztosan mozogni egy területen, ez pedig bajosan képzelhető el a fundamentális ismeretek nélkül. Ugyanakkor a csak fundamentális elemzésen alapuló befektetési stratégia sokszor nem tud működni, ötvözni kell a kockázatkezeléssel.

Jó példa erre a következő sztori: a kilencvenes évek elején például meglehetősen szorosan követtem az Egist, s lombardhitelből vásároltam is a részvényből. A mexikói válság során csak azért nem mentem tönkre ezzel a befektetéssel, mert nem volt protekcióm, és a pénzügyi szolgáltatóm ragaszkodott az 1 : 2



lombardarányhoz, így zárta a pozíciót. Azok a haverjaim, akiknek volt protekciójuk, mindenüket elvesztették a zuhanásban. Aztán másfél év múlva kiderült, hogy igazam volt, mert az Egis hozta a várt profitot, és ennek köszönhetően az árfolyama is emelkedett, csak én akkor már nem rendelkeztem részvennyel, mert csaknem mindenemet elvesztettem. Ez elég komoly lecke volt számomra arra vonatkozóan, hogy a kockázatkezelés roppant fontos dolog a befektetés során. Szomorú, de nem elég, hogy igazad van.

Véleményem szerint senki nem lehet jó befektető mindaddig, amíg egyszer el nem veszítette mindenét vagy majdnem mindenét – lehetőleg minél fiatalabban, ekkor ugyanis könnyebb újrakezdeni –, a kockázatkezelést ugyanis szerintem csak így lehet megtanulni. Ugyanakkor arra, aki már kétszer ment csődbe, nem szabad pénzt bízni – én legalábbis soha nem tennék ilyet –, mert ez már azt jelenti, hogy az illető nem tanult a saját hibájából. Ha a kockázatkezelést könyvekből meg lehetne tanulni, akkor nem vitték volna csődbe a Nobel-díjasok az LTCM-et.

Milyen módszert vagy módszereket használsz a kockázatkezeléshez?

Egyetlen szabályt használok: elképzelem az elképzelhetetlent. A legtöbb ember nem tudja elképzelni, hogy iszonyatosan nagy cégek is el tudnak tűnni a süllyesztőben viszonylag rövid idő alatt, vagy hogy 0,8-ról 1,6-ig begyengül a dollár az euróval szemben. Nem tudják elképzelni, hogy a világ legnagyobb intézményeiben is ugyanolyan emberek ülnek, mint ők.

Ezt egyébként a nagy hitelminősítők sem tudták elképzelni...

Szerintem a hitelminősítők esete teljesen más. Én úgy gondolom, hogy az S&P és a Moody's véleményére nem érdemes figyelni, már csak a hitelminősítők üzleti modellje miatt sem, hiszen az már a 2000-es évek elején – amikor eltűnt néhány nagy könyvvizsgáló cég – kiderült, hogy nem szabad olyan cégek véleményét meghallgatnod tőzsdei társaságokról, amelyeket ezek a tőzsdei vállalatok fizetnek. Nem beszélve arról, hogy a hitelminősítők általában utólag jeleznek, azaz akkor kiabálnak tüzet, amikor már régen ott vannak a tűzoltók. El lehet olvasni, de nem szabad komolyan venni ezeket a véleményeket, vagy legalábbis mértéktartással szabad csak figyelni rájuk.

Mit teszel azt követően, hogy elképzeled az elképzelhetetlent? Meghatározol egy stop loss-szintet, ahol zárod a pozíciót?

Általában nem használok automatikus stop losst, vagyis csak nagyon ritkán. Szerintem ezt inkább a technikai szemléletben befektetők használják. Ha fundamentális alapon fektetsz be, fel kell készülnöd arra, hogy rögtön veszteségbe fordul a pozíciód, hiszen a legritkább esetben veszed meg a papírt a mélyponton. Nem is ez a cél, pedig jó lenne. Ilyenkor sokkal inkább el kell gondolkodni azon, hogyan tovább, elemezni kell, hogy neked van-e igazad, vagy a piacnak. Ez azért roppant nehéz, mert rengeteg új információ érkezik a piacra, ugyanakkor a legtöbben – köztük néha még a legprofibbak is – elkövetik azt a hibát, hogy csak azokat a híreket szűrik ki közülük, amelyek





támogatják a prekoncepciójukat. Mindig könnyen találhatsz ugyanis olyan szakembert – akár Nobel-díjas közgazdászt –, akinek ugyanaz a véleménye, mint neked, de ugyanilyen könnyen találhatsz három másik Nobel-díjast is, aki épp az ellenkezőjét állítja.

Hogyan reagálsz akkor arra az esetre, amikor veszteségbe fordul a pozíciód? Mennyi türelmed van magaddal szemben?

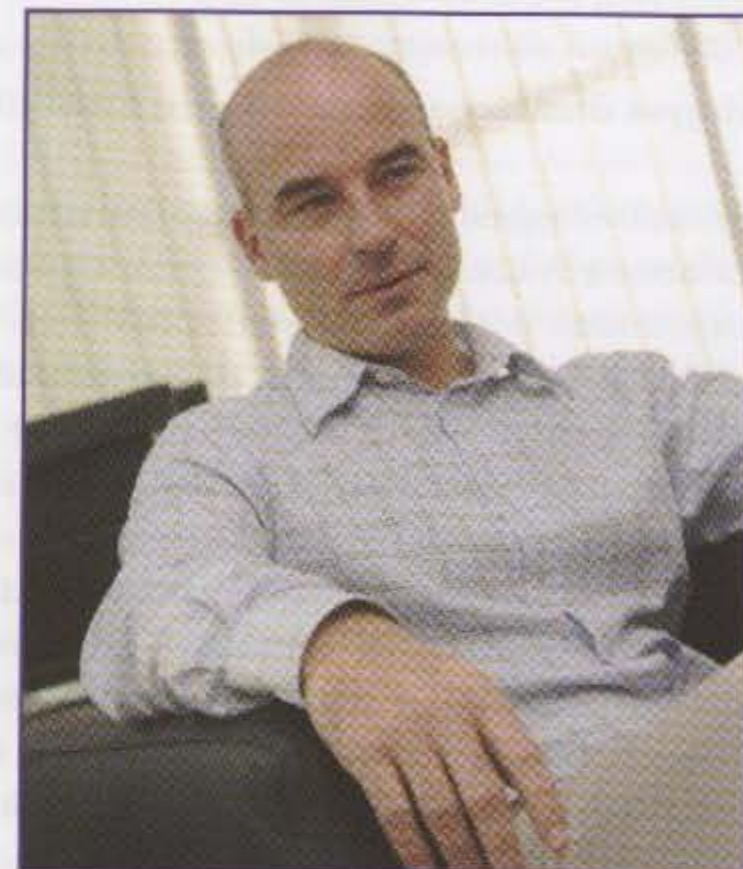
Ilyenkor azt szoktam csinálni, hogy mindent megpróbálok mérlegre tenni. Elvégzem az elemzéseket, amelyek arra irányulnak, hogy ugyanezt a befektetést most, hogy veszteségben vagyok, megvalósítanám-e. Felteszem a kérdést: milyen új információk kerültek nyilvánosságra a piacra való belépésem óta, amelyek gyengítik a koncepciómat? A befektetésnek ez a része a legnehezebb, mert a jó befektető őszinte magához, és bizony, olykor látnia kell, hogy meggyengült az általa kereskedett sztori.

Hadd mondjak egy példát: egy ideig hittem a NABI-sztoriban. A kibocsátás során szkeptikus voltam, de miután elég sokat esett, és már csak 3000 Ft körül volt az árfolyam, elkezdtem vásárolni. Nem sokkal ezek után elkezdtek rossz hírek érkezni a cégről, az árfolyam azonban érdekes módon nem reagált a hírekre. Mondtam is a kollégáknak, hogy ez a cég csődbe fog menni (ez a tényleges csőd előtt 2 évvel történt), és 2700 forinton eladtam az összes NABI-részvényemet. Újraértékeltem tehát a sztorit, és beláttam, hogy a korábbi vétellel hibás befektetési döntést hoztam. Nem voltam annyira magabiztos, hogy be is shortoljam a részvényeket, így végül veszteséget voltam kénytelen realizálni. Sokkal többet is bukhattam volna azonban, ha nem zárom le a pozíciót, hiszen az árfolyam egészen 60 Ft-ig esett a csődöt követően. Fontos, hogy nem a veszteség miatt zártam le a pozíciót, az csupán kérdéseket vetett fel, s végül a kérdésekre adott válaszok okozták az eladást. Persze ezt is fel lehet fogni valamiféle stop lossnak.



Hasonló volt a helyzet a Synergonnal is: 2008 során 1750 forinton beshortoltam a részvényt, mert szerintem nagyon drága volt. Sok szakember távozott a cégtől, a menedzsment nem tudott profitot elérni, és az iparági viszonyok sem túl egyszerűek. Természetesen azonnal veszteségbe csapott a pozícióm, mivel az árfolyam felment egészen 1850 forintig. Mindeközben olyan hírek érkeztek, hogy a menedzsment veszi a részvényeket, amitől álmatlan éjszakáim voltak, gondolván, hogy a menedzsment csak jobban ismeri a céget, mint én. Ők veszik a részvényeket, én meg shortolom! Nem volt egyszerű a helyzet, de rövid elemzés után úgy döntöttem, hogy nem kell bezárni ezt a pozíciót, mert ez a cég nagyon drága, inkább megtartom, és kivárok. Végül 1000 forinton vásároltam vissza a részvényeket. Persze túl korán, de nem bántam, kerestem vele – ráadásul a céggel szemben. Intellektuális szempontból fontos „győzelem” volt.

A menedzsment vételei miatt ugyanakkor ez a döntés rettenetesen nehéz volt. Abban, hogy néha szembemenjek a piaccal, sokat segített, hogy már többször szembesültem olyan vállalati fejleményekkel, amelyekből kiderült, hogy a menedzsment sem mindenható. Ezért fontos szerintem a tapasztalat: 1997–1998-ban több ilyen esetet is láthattunk a BÉT-en, a Graboplast menedzsmentje is megcsinálta ugyanezt annak idején.





Milyen befektetési döntést hozol, amikor a pozíciód már az első pillanattól fogva nyereséget mutat? Tovább vásárolsz?

Ha olyan hírek látnak napvilágot, amelynek hatására még szebbnek látom a sztorit, akkor igen. Akkor azonban, ha nem történik semmi, csak az ár megy fel, inkább eladok, mivel egyre jobban csökken az árazási diszkont, amiért megvettem a papírt. De alapvetően úgy tervezek, hogy a befektetést több lépcsőben valósítom meg.

Hogyan élted meg 1998 augusztusát? Készültél a válságra? Hogyan érintette ez a pozícióidat?

Az 1998. év nagyon sikeres év volt számunkra, hiszen a válság eredményes kezelése segített abban, hogy a Concorde Alapkezelő egyedüli független alapkezelőként komoly céggé tudott válni. Mi 1998 elején eladtuk szinte minden részvényünket, csak az ún. örök életes papírokat tartottuk meg, amelyekre azt mondtuk, hogy soha nem adjuk el. Ilyenek voltak akkor a Tigáz és az áramszolgáltatók részvényei. Nekem személyesen BUX-shortjaim voltak az év tavaszán. Az idő múlásával hozamaink elég rosszul festettek, mert ment tovább felfelé a piac, folytatva az előző évek emelkedő trendjét, s az óvatosság nem sok jót eredményezett. Nagyon rosszul éreztük magunkat, mert akkorra már jelentős veszteségben voltunk a benchmarkokkal szemben. Miután elküldtük a negyedéves jelentést az ügyfeleknek, valaki bejött reklamálni, hogy miért nincs részvény a portfóliójában. Mondtuk neki, hogy szerintünk baj lesz, erre követelte, hogy vegyünk neki részvényt. Mondtuk, hogy csak abban az esetben teszünk részvényt a portfóliójába, ha levélben felszólít minket erre. Ez meg is történt. A válság persze beköszöntött, mi pedig tele voltunk készpénzzel. Ötezer pontos BUX-index felett azonban elkezdtek a vásárlásokat, s végül állampapírok hozamát megközelítő profitot csináltunk a részvényportfóliókon 1998-ban. Fiatalok voltunk és bátrak, s talán szerencsések is, így nem volt rossz év számunkra ez az esztendő. A válság eredményes kezelése a következő években rendkívül sok ügyfelet hozott számunkra, ami azt mutatja, hogy rossz években többet számítanak a hozamkülönbségek.

A piaci válságok során mikor fordultok át pozitívba, ha a piac benneteket igazol? Hogy történt ez például az orosz válság idején?

Én a válságokat úgy szoktam kezelni, hogy rögtön az elején megpróbálom meghatározni azt, hogy vége lesz-e a világnak, vagy sem. Ez nagyon fontos kérdés, hiszen amennyiben vége lesz a világnak, és összeomlik a pénzügyi rendszer, alapvetően mindegy, hogy miben és hol tartod a pénzed, nem nagyon tudsz elbújni. Ilyen rendszerszintű kockázat azonban nagyon ritkán fordul elő. Így általában a válságok során érdemes részvényeket vásárolni, hiszen azok relatíve olcsóvá válnak. Én ezt úgy szoktam megtenni, hogy előre meghatározom, milyen lépésekben mennyi pénzt akarok elkölteni. A legjobb, ha ezt az időzítést előre megmondjuk a brókernek, és elmegyünk nyaralni; ha ugyanis közel vagyunk az eseményekhez, a negatív hangulat alapvetően megbénít. Ez az ún. „Szabó-féle vehetetlenségi törvény”. A már említett 1998-ban például mi tíz lépésben gondolkodtunk, amelyből nyolcat kihasználtunk: a zuhanás során ennyi lépcsőben vásároltunk részvényeket. Nagy előny volt



számunkra, hogy shortjaink voltak, amelyeket 7000 pontnál nyitottunk, és igaz ugyan, hogy az index 9000 pontig emelkedett, de végül nyereséget tudtunk elkönyvelni ezeken az ügyleteken. A shortokat 6000 pontig lezártuk, majd 5500 pontnál elkezdünk vásárolni, aztán folytattuk 5000-nél, aztán 4500-nál stb. Én ilyenkor nem szeretek a piachoz közel lenni, inkább elmegyek valahová, hogy ne ragadhasson el a pesszimista hangulat. Ilyen időkben ugyanis nagyon nehéz megnyomni a vétel gombot, ha közel vagy a piachoz.

Elő szokott fordulni, hogy válság idején abszolút értéket, azaz olyan ellentmondást keresel egy cégben, amely sikító vételt jelent számodra?

A piaci válságok idején én elsősorban azt nézem meg egy cégben, hogy mekkora eladósodottsággal, hitelállománnyal és készpénzállománnyal rendelkezik, mivel ilyenkor szeretek készpénzben gazdag társaságokban tulajdont szerezni. A magasabb hitelállomány ugyanis a nehéz időkben nagyon veszélyes. Ezenkívül roppant fontosnak tartom a menedzsment megítélését is, hiszen a tőzsdén általában igaz, hogy ha minden jól megy, akkor nem lopják el a pénzedet a menedzserek (ez sajnos nem mindig igaz), mert nekik is jól megy. De ha baj van, és ők is buknek, akkor elvállik a vér a víztől.

Számos olyan esettel találkoztam, amikor nagyon sokat esett egy részvény, mégsem vásároltam belőle, mert megnövekedett az esély arra, hogy az adott vállalat csődbe megy. Ugyanakkor rengeteg olyan cég létezik, amelynek részvénye azért esik, mert a befektetők a fürdővízzel együtt a gyereket is kiöntik. Azaz a pánikban mindent adnak, még a jó papírokat is, a likvidálások során ugyanis nincs idő gondolkodni. Sokszor meg sem nézik, mit öntenek a piacra, ami roppant jó vételi lehetőséget generál az értékorientált befektetők számára. Sajnos az ilyen „fire-sale” mögött sok emberi tragédia is meghúzódik. Jobb ezekre ilyenkor nem gondolni.

Az orosz válságban például melyik részvényt tartottad ilyen alulértékeltnek?

Akár egyéni, akár intézményi befektető vagy, roppant fontos, hogy diverzifikálj, amit elsősorban ilyen esetekben úgy tudsz megtenni, hogy a blue chippek mellett veszel agyonütött, kisebb tőkeértékű vállalatokat is, amelyek illikviditásuk miatt óriásit tudnak ilyenkor esni. Az orosz válság során ilyen vételi lehetőséget jelentett számunkra például a Cofinec. Ilyenkor sokan nem mernek ilyen kis papírokat venni, mert nem ismerik őket. Ezekben az esetben válik előnnyé a piac és a cégek ismerete.

Ilyenkor körvonalazódik számodra az, hogyan realizálsz majd profitot ezeken a befektetéseken?

Szerintem ilyenkor nem szabad erre gondolni. Amikor olcsón vesz kis papírt az ember – amire az elmúlt két-három évben szerintem nem volt példa –, akkor fontos, hogy gondoljuk át először: az adott áron megvásárolnánk-e az egész céget, vagy sem. Ha igen, akkor érdemes venni a részvényt, ha nem, akkor nem érdemes. Előbb-utóbb eljön a kiszállási lehetőség; persze fontos ilyenkor, hogy ne hitelből vásároljunk.



A Brau-vásárlásod legendás történeté vált a magyar tőkepiacon. Hogyan indult ez a sztori?

Számomra minden sztori ugyanúgy indul: néztem a céget, olcsónak tűnt a papír, így 3000 forinton vettem egy keveset még az 1998-as orosz válság kiteljesedése előtt. Régi tapasztalatom, hogy sokkal jobban megismeresz egy céget, ha van benne egy kis pénzed. Ez látszólag furcsa állítás, mégis működik – legalábbis a legtöbb embernél. Én is így voltam ezzel: a válság idején már ismertem a Braut (természetesen veszteséges volt a pozícióm), láttam, hogy nagyon olcsó, ezért tovább vásároltam. Ekkor még nem igazán indult meg felfelé az árfolyam, viszont sokan elkezdtek adni. Ennek következtében 2-3 évig tartó vásárlás után jelentős tulajdonossá váltunk benne. De ugyanez volt a helyzet a Cofinec esetében is. Elképesztő nagy értékek voltak annak idején a piacon, csak az volt a kérdés, hogy meg mered-e venni ezeket a papírokat annak ellenére, hogy illikvidek. Én erre azt szoktam mondani, hogy tíz év alatt mindig történik egy tranzakció, és nekünk alapvetően van időnk. Így amíg a cég fizet osztalékot – a Brau nagyon is ilyen volt –, addig akár egy tartósan alacsony árfolyam mellett forgó papírban is elüldögélünk. Természetesen ehhez szükséges, hogy higgyek a menedzsmentben, s ilyenkor nem az árfolyamoktól akarom visszaigazoltatni saját magam, hanem attól, hogy jól megy és növekszik a vállalat, illetve a profit. Persze figyelni kell a diverzifikációra: illikvid papírokban nem szabad sok pénzt tartani.



Warren Buffett abban különbözik más alapkezelőktől, hogy ha belép egy cég életébe, akkor nem marad passzív tulajdonos. Te hogyan értékeled ezt a szemléletet?

Ezt nyilván nem túl sok befektető tudja megcsinálni, és Buffett is csak azóta tudja, mióta „nagy” lett. De Buffett szemlélete tetszik nekem, hasonló helyzet – mint említettem – a kisebb társaságoknál merül fel hazai vizeken. A legtöbb alapkezelő azért vesz meg egy papírt, hogy fél év múlva eladja, ami szerintem sok problémát okoz: a modern kapitalizmus úgy működik, hogy a tulajdonosok gyakorlatilag



nem képviselik a saját érdekeiket. Ez a szemlélet sok problémát okoz a tőkepiacon; az adott cég menedzsmentje sok esetben visszaélhet a pozíciójával. Sajnos a magyar piacon is van erre néhány példa. Nem mondok konkrét példát, mindenki behelyettesítheti a maga jelöltjét.

A Nasdaq-buborékot hogyan élted meg?

Nagyon nehezen! De ebből is sokat tanultam, csak hát sok pénzembe is került. (A tőzsdei képzés drágább, mint bármelyik MBA!) Már 1998-ban ugyanis azt gondoltam, hogy nonszensz az IT-szektor árazása, majd 1999-ben put opciókat vettem (shortolni nem mertem a piacot, ami utólag nagyon jó döntésnek bizonyult). Ezt akkoriban szerintem nem sokan csinálták Magyarországon; nekem is úgy sikerült megtennem, hogy egyik amerikai barátomnak utaltam át pénzt, aki helyettem nyitotta meg a pozíciókat. Legalábbis úgy tudom, hogy megnyitotta, mert végül az egész pénzemet elbuktam, hiszen a put opciók nullába futottak. Lehet hogy ő tette zsebre a pénzt, de ennek már nincs jelentősége. Mindenesetre 3500 és 4000 pont között végig putoltam a Nasdaqot, aztán abbahagytam, és azt mondtam magamnak, hogy én erre nem költök tovább. Ennyit azért nem akarok tanulni...

Volt azonban a Nasdaq-buboréknak egy nagyon tanulságos magyar szála is: mi az összes Matáv-részvénytünk eladtuk 2000 forint közelében, ami ugyan utólag nagyon jó döntésnek bizonyult, akkoriban mégis elvesztettünk vele pár ügyfelet. Néhány befektető ugyanis nem értette, miért nem vettünk 2000 forintért Matávot, főként amikor az árfolyam 2200, majd pedig 2400 forintra emelkedett. Mi azonban kitartottunk azon véleményünk mellett, hogy irreálisan magas az árfolyam. Hibát követtünk el azonban, amikor nem mertük beshortolni a távközlési papírokat, de nagyon nagy volt a nyomás rajtunk, ráadásul személyesen a Nasdaq put opciókkal rengeteget veszítettem, ezért úgy gondoltam, hogy inkább ne keressük a bajt. Így is elég nagy kockázatot vállaltunk azzal, hogy a kitettségünket nullára csökkentettük egy blue chip részvényben.



Hogyan kereskednek a profi befektetők?



Végül igazatok lett, és zuhanni kezdtek a Matáv-részvények. Ez a tény hozott végül valamilyen elégedettséget számotokra ügyféloldalon?

Az a baj, hogy amikor az ember óvatos, és igaza lesz, ez a másik oldalon sok fájdalommal jár. Bármennyire nehéz, ilyenkor próbáljuk nem verni a mellünket, hogy egy csomó veszteségtől megóvtuk a befektetőket. Ez a helyzet azonban még inkább meggyőzött arról, hogy az érték nagyon is számít a befektetések során. Manapság már egy ilyen nemzetközi örültséget azonnal beshortolok, mert láttam már több hasonló helyzetet. Az ügyfelek egyébként utólag értékelték a stratégiánkat, így megérte a szenvedés. A shorttal azonban vigyázni kell: míg a vételeknél a maximális veszteséged limitált, addig a short vesztesége elméletileg korlátlan lehet. Nagyon óvatosan kell csinálni.

A 2001. szeptember 11-i terrortámadás utáni időszakot hogyan élted meg?

Ez volt az első év, amikor elkezdtünk komolyabban foglalkozni a nemzetközi piacokkal. Láttuk ugyanis, hogy a magyar piac szűk lesz, ugyanakkor a globális piacok azonban nagyon érdekesek. Ez a döntés annak idején sokaknak nem tűnt nagyon racionálisnak, mert felmerült a kérdés, hogyan tudunk Magyarországról jobb hozamot produkálni, mint az amerikai alapkezelők, de végül mégis belevágtunk. Én épp 2001-ben nyitottam az első közvetlen amerikai részvénytőzsi pozícióimat: ezek short ügyletek voltak a General Electric-, Harley Davidson-, Wal-Mart- és BBY-részvényekre. Közül talán a GE volt a legérdekesebb, melyet 44 dolláron kezdtem el shortolni. Ekkoriban az OTC-piacon forgó Budapest Banknak már a 10%-át birtokoltuk. Én személy szerint nagyon elégedetlen voltam a bank menedzsmentjével, melyet akkor már a GE Capital delegált: a bank jövedelmezősége ugyanis elég ócska volt, piaci részesedése pedig csökkent. A vezérigazgatóval, Richard Pellyvel rengeteget csatáztam a közgyűléseken, személyes véleményem szerint alapvetően alkalmatlan volt a bank vezetésére, és nem értettem, hogy a főnöke ezt miért nem látja. Ezen a ponton nekem már a GE-vel volt bajom, ahol a HR-esek elméletileg minden alkalmazottat folyamatosan értékelnek: ha ugyanis Pelly amatőr, a főnöke is az, hiszen tűri ezt. Elkezdtem nem hinni a Six Sigma mantrában.

Ha ezt továbbviszed, akkor a vezérigazgató, Jack Welch is amatőr...

Őt ennek ellenére nagyon nagy spekulánsnak tartottam, mivel nagyon fantasztikusan rakta össze a céget. A GE ugyanis két nagy részből állt, a pénzügyi és az ipari divízióból, melyek szektortársai 9-10-es P/E-rátával forogtak akkoriban a részvénytőzsi piacokon. Egy kombinált cégben azonban a GE 16-20-as P/E-rátán forgott, ami igen komoly prémiumnak számított – ez nekem soha nem tetszett, soha nem hittem a sztoriban. Welch azonban nagy kombinátor volt. Orránál fogva vezette a piacot. Az meg persze hagyta magát.

A növekedési potenciál nem támasztotta alá ezt a prémiumot?

Megnéztem a GE elemzői konszenzusát és ennek a múltbeli alakulását. Azt lehetett látni, hogy a múltban a várakozások és a tényszámok szinte mindig megegyeztek, az elemzői becslések szórása



közel nulla volt. Ráadásul egy ilyen összetett és komplex cégnél! Világos volt számomra, hogy a cég egy nagy fekete doboz, hiszen maga finanszírozza a vevőit, és ott mutatja ki a nyereséget, ahol csak akarja (ekkor még sehol sem voltak a 2000-es évek nagy számviteli botrányai). Ennek megfelelően a cég megmondta, hogy mekkora profitja lesz, és egy picivel mindig jobb eredményt mutatott ki, mint az elemzői konszenzus, tehát egy nagy fikció volt az egész, ami engem felháborított. Ezt úgy bosszultam meg, hogy beshortoltam a GE-t, amit végül szeptember 11. után zártam le. Volt egy kis lelkiismeret-furdalásom az időzítés miatt, de feltevéseimet a történelem igazolta, a GE-sztori idővel kipukkadt.



Ez a történet nagyon fontos volt a nemzetközi piacok jobb megértése szempontjából. Szembemenni minden elemzővel és a világ legnagyobb cégével, s mindezt a nemzetközi befektetési pálya elején! Szerencsére nem hatódtunk meg, és rájöttünk, ez a piac is csak olyan, mint a többi: józan paraszti ésszel, sok munkával és odafigyeléssel lehet jó eredményeket elérni.

A jelenlegi subprime válság mennyiben jelent újdonságot számodra?

Én meglehetősen súlyos válságnak tartom a mostanit. Maga a válság a tekintetben speciális, abban különbözik a korábbiaktól, hogy a 2000-es évek elején kipukkant buborék következtében mesterségesen próbálták csökkenteni a visszaesést, és Greenspan az 1%-os kamattal elképesztő mennyiségű pénzkínálatot teremtett, így csaknem minden pénzügyi eszköz nagyon megdrágult. E miatt a makrogazdasági környezet miatt mi már 2004-2005-től pesszimisták voltunk, így alulsúlyoztuk a részvényeket, de a részvénykiválasztással szerencsénk volt, így nem volt gond a teljesítményünkkel.



Mindenesetre nem nagyon hittem a növekedési sztoriban, de csak tavaly nyáron esett le, hogy nagyon nagy baj van. Ekkor egy komolyabb csökkenés után elkezdtem shortolni a piacot, ami után azonban sokkal nehezebb időszakot éltem ár, mint amikor 2000 forinton megszabadultunk az összes Matáv-részvényünktől. Ennek oka az volt, hogy az ősz folyamán új csúcsra mentek az amerikai értékpapírpiacon, visszatért a kockázatvállalási kedv, és voltak napok, amikor mind a 25 nyitott pozícióm veszteségbe fordult – deviza, részvény, nyersanyag, kamat, minden. Ilyen még soha nem volt! Nem sok kedvem volt a monitorra nézni!

És mégis kitartottál?

Igen, kitartottam, de nagyon kemény volt. Vakmajom barátom közben mondogatta, hogy a piac technikai szerkezete nagyon rosszul néz ki, én meg mindinkább láttam, hogy a fundamentális helyzet egyre romlik.

Novemberben éreztem, hogy életem legnagyobb lehetősége előtt állok. A piac technikai és fundamentális alapon is sikító shortot jelzett. Óriási pozíciót kellett volna nyitni. A pozik egy része azonban már sajnos nyitva volt, kényelmetlenül nagy bukóban, így kockázatkezelési szempontból nem merült fel komolyan új pozíciók nyitása. Az is sok lelkierőt követelt, hogy a meglévő shortokat ne zárjam le. Végül erre azért nem került sor, mert azt mondtam magamnak: ha nem lesz igazam, akkor bukni fogok egy csomó pénzt, de azt megérdemlem; ha viszont lezárom a pozícióimat, akkor nagyon fogom bánni, hogy akkor veszíték, mikor igazam van. Mert ha az ember akkor sem keres, amikor igaza van, akkor mikor fog? Végül november végén elkezdett esni a piac, én pedig a pozíciók javulásával kezdtem felszabadulni.

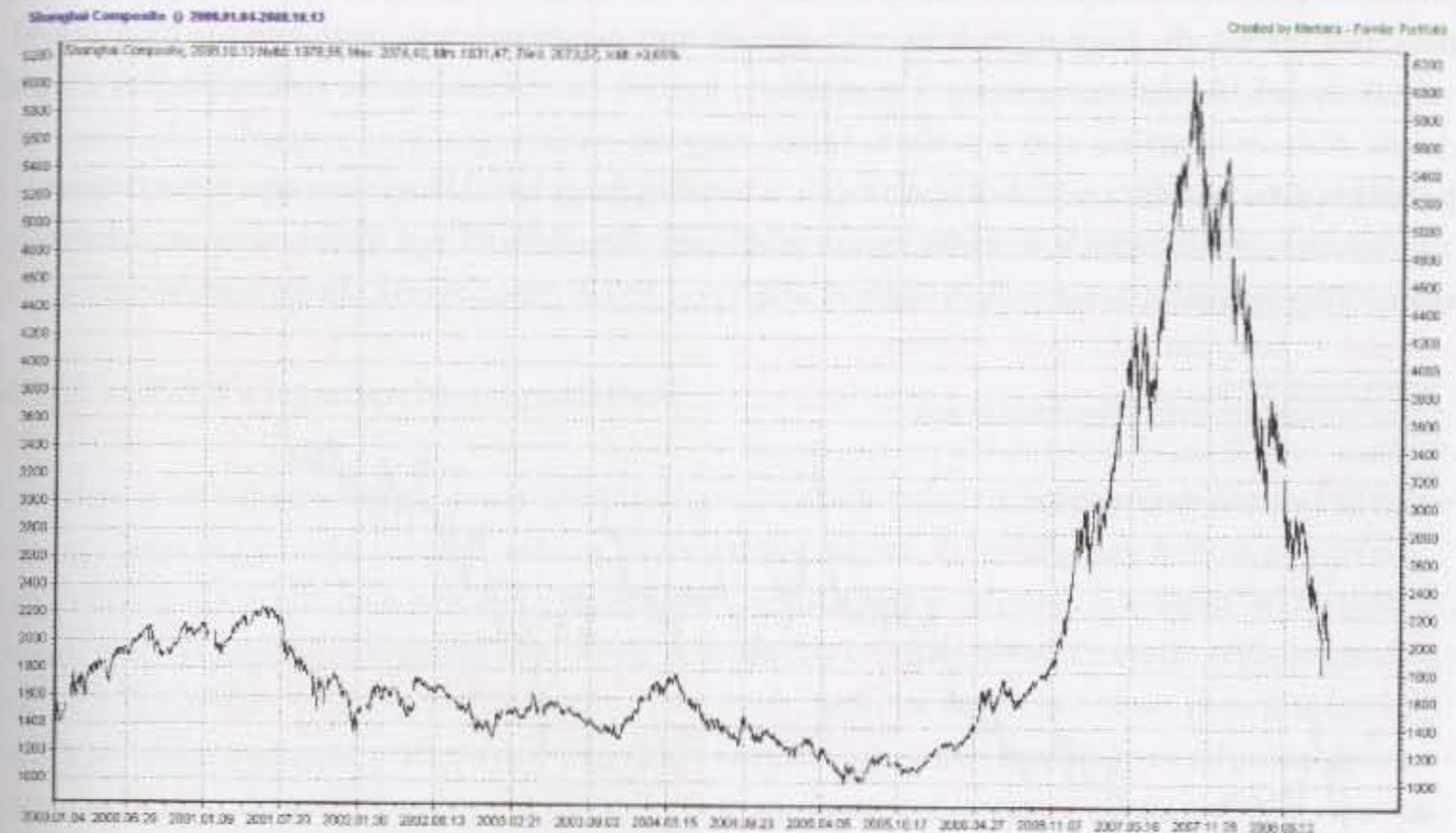
A nagy tanulság számomra az volt ebben a helyzetben, hogy – szemben a Matávból 2000-ben való kiszállással – most már be merem shortolni a piacot, ugyanakkor a tétet nem tudtam tovább növelni. Talán majd legközelebb.

A Kína-lufiban benne voltatok?

Nem, sajnos Kínáról lemaradtunk, én pedig nem szeretek futni a vonatok után, így végül nem nagyon fektettem be Kínában. 2007 tavaszán kimentünk öt hétre Ázsiába, hogy testközelből lássuk, hogyan működnek az ottani piacok. Azt nem gondoltuk, hogy ekkora baj lesz, de azért láttunk komoly problémákat, így végül a távolmaradás mellett döntöttünk.



Én a decoupling sztoriban – azaz az amerikai lassulás ellenére tovább szárnyaló feltörekvő piacok elméletében – egyáltalán nem hittem (a brazil Bovespa-indexet például 9 hónapig shortoltam, és nagyon sokáig veszteségben is voltam vele). Először (és egyelőre utoljára) 2008 szeptemberében vettem kínai indexet, de 10%-os emelkedést követően azonnal el is adtam.



Hogyan kereskedsz bear market rallyk esetén?

Tény, hogy a bearpiacokon vannak a legnagyobb piaci emelkedések, amelyek nagyon gyorsan el tudnak égetni mindenkit, aki shortban ül. Az én befektetési filozófiám megengedi, hogy amikor a trend lefelé mutat, és pesszimisták vagyunk, akkor is megjártsszak rövid távú emelkedő szakaszokat. Ilyenkor azonban általában a felpattanásokban gyorsan zárni is szoktam a pozíciókat. Egyébként nem az ilyen üzletek jelentik befektetési politikám lényegét.

Sokat tanultam e tekintetben Vakmajomtól, akivel már hosszú évek óta együtt dolgozunk, s akire annak ellenére nagyon figyelek, hogy én alapvetően nem hiszek a pusztán technikai alapon folytatott kereskedésben.

Van-e olyan esszenciális filozófiád a befektetésekkel kapcsolatban, amelyet érdemes a magánbefektetőknek megfontolniuk?

Az egyetemen minden évben szoktam tartani egy-két előadást, ami azért jó, mert rákényszeríti az embert, hogy összefoglalja a gondolatait. Ezeken az előadásokon szoktam ún. Szabó László-féle vicces törvényeket alkotni, amelyeknek első tétele az, hogy minden cég „trágya”. Ezt azért gondolom így, mert a kilencvenes években az egyik barátom, aki a Mol központjában dolgozott, és akivel esténként együtt



futottunk, mindig irtóztos történeteket mesélt a cégről: ez lop, az korrupt, ez tehetségtelen, amaz nem dolgozik. (Ne feledjük, mindez már történelem, manapság ilyen már nem fordulhat elő!) Ezeknek a történeteknek a következtében elég jól megismertem egy nagyvállalat működését – én egyébként sosem dolgoztam nagyvállalatnál, és nem is fogok –, és így beshortoltam a Mol-t 2000 forint körül. 4000-ig bírtam, és akkori lehetőségeimhez képest irtóztos mennyiségű pénzt buktam el rajta. Aztán rájöttem, hogy nem az számít, hogy egyesek lopnak, egyesek meg tehetségtelenek, mert minden nagy cégnél vannak ilyenek, ez általános jelenség. Ugyanakkor a legtöbb munkatárs korrekt és hozzáértéssel végzi a dolgát. Nem ez határozza meg a profitot. Sokkal nagyobb profitmeghatározó tényező a Mol esetében például a gázár, az olajár stb. Ebből a példából az a tanulság, hogy ha túl közel mész egy céghez, hajlamos vagy kiszerezni belőle, mert mindenütt vannak problémák. A problémák egy részét aztán a menedzsment valószínűleg megoldja, majd nyilván újabb és újabb problémák generálódnak. Ez így természetes.



Mi a kettes számú törvény?

A kettes számú törvény szerint mindig jön új vonat. Fiatalabb koromban sokszor azt éreztem, hogy nem lesz több lehetőség, amelyen keresni lehet, mivel a piac most már túl hatékony, stb. Így éreztem akkor is, amikor a Braut eladtuk a Heinekennek. Persze kiderült, hogy felesleges a félelem, mindig adódnak jó lehetőségek, csak türelmesnek kell lenni a befektetések során!

Ezt azt jelenti, hogy képes vagy akár 3-6 hónapig várni a következő sztorira?

Akár évekig is képes vagyok várni, nem jó ugyanis, ha az embernek kereskedési kényszere van. Karak is mondja a kis Vuknak, hogy a jó vadász legfontosabb ismerve a türelem. Akinek kereskedési kényszere



van, az – amellet, hogy egy csomó pénzt kifizet a brókernek – szerintem túl hamar lő. Megítélésem szerint nagyon türelmesnek kell lenni, mert mindig jön új lehetőség. A lehetőségek elől sokkal inkább el kell menekülni, hiszen úgyis lesznek majd olyanok, amelyeket nem lehet kihagyni. Szerintem a legtöbb befektető úgy bukja el a legtöbb pénzt, hogy kereskedési kényszere van, ami főként napjainkban veszélyes, mert nagyon könnyű nyomogatni a gombokat akár a részvény-, akár a kötvény-, akár az áru piacokon.

És mi a helyzet a diverzifikációval?

A diverzifikáció szerintem alapszabály. A legtöbb ember egy üzletben akarja megkeresni a betevőjét, de ez csak nagyon kevés befektetőnek sikerül. Nálam elsősorban a diverzifikáció helyettesíti az automatikus stop loszt.

Melyik szabályt a legnehezebb megvalósítani?

Szerintem a következetességet, amely szintén alapszabálynak számít a befektetések során. Én még mindig – húsz év gyakorlat után is – sokszor következtelen vagyok, és mindig ezen bukom a legtöbbet. Egy példa: 2007 áprilisában például beshortoltam a Washington Mutualt 43 dolláron, mert úgy láttam, hogy az ingatlanpiac gyengélkedni fog. A pozícióm a nyitást követően szinte végig veszteségben volt, így amikor végre 41 dollárig esett az árfolyam, azonnal lezártam a short pozíciót. Ezt követően az árfolyam meg sem állt 10 dollárig, ekkor azonban azt gondoltam, hogy ez mégiscsak túlzás, hiszen a WaMu Amerika legnagyobb takarékpénztára. Longolni kezdtem tehát a papírt, aminek végül a felét 5 dolláron lezártam, a másik fele meg gyakorlatilag lenullázódott. Hiába volt a legnagyobb, gyakorlatilag csődbe ment.





A fenti ügyletben többszörösen is következetlen voltam, hiszen egyrészt nem tartottam a shortokat (ezt azonban még nem büntette meg a piac), másrészt egy nagyon rossz fundamentális környezetben kezdtem el longolni a részvényeket, harmadrészt pedig nem zártam le időben a long pozíció második felét. Következetes stratégiával nagyon sok pénzt lehetett volna keresni, ezzel szemben tekintélyes összeg veszett el.

A 150 dolláros olajárat hogyan értékelted, illetve kereskedted?

Úgy tűnik, az én sztorijaim mindig ugyanúgy néznek ki: az olajat például 100 dollárnál kezdtem el shortolni, aztán tovább nyitottam 110, 120 és 130 dollárnál, ami nagyon nagy fájdalmat okozott, amikor csaknem 150 dollárig emelkedett a kurzus. Mégis kitartottam, mivel tavaly nyáron már nagyon pesszimista voltam a világgazdasággal kapcsolatban, és arra számítottam, hogy erőteljes keresletcsökkenés fog bekövetkezni, amelyhez 150 dolláros olajár egyszerűen nem párosulhat. Hiszen ha a magas olajár elpusztítja a gazdaságot, akkor eltűnik a magas olajkereslet is. Az ideiglenes veszteségek ellenére végül profitot hozott az olajkereskedelem.



Hol alakulhat ki szerinted a következő buborék?

A jegybankok 2008-ban elképesztő mennyiségű pénzt pumpáltak a világgazdaságba, ugyanakkor azt nem tudják befolyásolni, hogy ez a pénz hova áramlik, hiszen a jegybank sem mindenható. Éppen ezért nem lehet tudni, hol lesz a következő buborék. Szerintem minél több mesterséges pénzt raknak a rendszerbe, annál nagyobb a valószínűsége, hogy valamit nagyon túlvesznek: ez volt látható az elmúlt években az USA-ban is az ingatlanpiacon. Igaz ugyan, hogy a részvénytőzsi zuhanásával párhuzamosan államkötvénybe súlyoztak át a befektetők, ez azonban nem tekinthető igazi vételnek. Az államkötvények csak egyfajta menedéknek számítanak, így ez a vétel gyakorlatilag egy eladás következménye, semmi más.

Honnan szerzed be a szükséges információkat?

Hazai nyomtatott sajtót szinte egyáltalán nem olvasok. A napot a Wall Street Journallel kezdem, ezenkívül a Portfolio.hu-t és a Bloomberget forgatom, illetve a CNBC-t nézem. Nagyon sok népszerű médiumot is nézek, csak nem úgy, ahogy a befektetők 99%-a. Én ugyanis azt nézem, hogy milyen információ jut el azokhoz az emberekhez, akik ezt nézik, illetve próbálom kitalálni, hogy várhatóan hogyan reagálnak majd a hírekre. Nem olvasom tehát, hanem elsősorban értelmezem az újságokat. Sajnos az újságok nem gondolkodnak helyettünk.

Ezenkívül viszonylag sok elemzést olvasok. Persze általában nem fogadom meg a bennük foglalt tanácsokat, de szeretek minél több véleményt meghallgatni egy adott cégről. A segítségükkel ugyanis könnyebben ki tudom alakítani a véleményemet. Olyan ez, mint egy bíróság: pró- és kontraérvek röpködnek, de végül hosszas mérlegelés után én hozom meg az ítéletet. Más kérdés, hogy ha hibázom, magamat ültetem a villamosszékbe. A tőzsde ugyanis minden ellenkező híresztelés ellenére veszélyes üzem. Talán ma ezt már többen érzik, mint tavaly ilyenkor.





Zsiday Viktor: Aki nem használ stop loszt, annak vége!

Zsiday Viktor

Születési idő: 1975

Tanulmányok: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem
(ma Corvinus Egyetem)

Családi állapot: nős

Gyermekek száma: 2

Kedvenc könyv: Paul Bruntton: Perspectives

Élete legnagyobb kereskedési hibája:
Nasdaq-short 1999 végén, mert a saját szabályai ellen ment

Élete legnagyobb szerencséje: azt csinálhatja, amit szeret,
és egyelőre jól megél belőle

Élete legnagyobb nyereségét okozó pozíciója:
BUX-long 2003-2006 között

Élete legnagyobb veszteségét okozó pozíciója: százalékosan
1998 őszé: -100%, abszolút értékben reméli, hogy minden évben újak jönnek

Küül tanult a legtöbbet: nem tud egy embert megnevezni, próbált mindenkittől.



Hogyan kerültél kapcsolatba a befektetésekkel? Már az óvodában matchboxokat cseréltél?

Beletrafáltál, de az első komolynak nevezhető üzletem az volt, amikor a kollégiumban vettünk nagy tételben Donald rágót, melyet természetesen drágábban adtunk tovább. A tőzsdével azonban már korábban, még a nyolcvanas években kezdtem el foglalkozni, amikor megjelent néhány könyv André Kostolanytól, melyek valamiért nagyon érdekeltek. Az első tőzsdei üzletkötésemre pedig 1996-ban került sor, amikor a Napi Gazdaságban közölt adatokat figyelve rájöttem, hogy azoknak a részvényeknek, amelyeknek az árfolyama elkezd felfelé menni, a korábbiakhoz képest a sokszorosára nő a forgalmuk. Meglévő pénzemet gyorsan be is fektettem Globusba, illetve Fotexbe, s mindkettőn 100%-os hozamot értem el. Rájöttem, hogy nagyon jó vagyok ebben, aztán persze kiderült, hogy mégsem, mivel a tőzsde azért ennél sokkal bonyolultabb.

Ekkor még tanultál?

Igen, 1994-ben kezdtem el a Közgáz egyetemet. Az volt a szerencsém, hogy 1997-ben kaptam egy ösztöndíjat Kaliforniába, amely augusztus végén, a piac csúcspontjánál kezdődött, és december végén fejeződött be, amikor már lezajlott a délkelet-ázsiai örület. Ennek a szerencsének köszönhetően nem buktam el minden pénzem.

Miután hazaértem, észrevettem, hogy a két év múlva esedékes BUX-határidő 60%-kal feljebb áll, mint az azonnali BUX értéke, a 20%-os kamat azonban csak 40%-ot indokolt volna. Kértem még egy kis pénzt a szüleimtől, és 1998 januárjában megvettem egy kontraktusnyi BUX-kosarat – elég volt néhány papírt megvenni, nem kellett az összes BUX-ban lévő részvényt –, és ezzel egyidejűleg eladtam egy kontraktus határidős BUX-ot. Három nappal később a BUX esett 1000 pontot, a határidő meg 2000 pontot, így nyerőben voltam, hiszen a határidős BUX-eladáson többet kerestem, mint amennyit a részvények árfolyamcsökkenésén veszítettem. Egyre jobban meg voltam győződve arról, hogy ez nagyon könnyű, csak gondolkodni kell.

Mikor kezdtél el dolgozni?

E tekintetben is szerencsém volt, mert az ösztöndíjmról hazaérkezve bementem a pénzügyi tanszékre Bánfi tanár úrhoz, és mondtam, hogy szeretnék vizsgázni. Ő azt válaszolta, hogy de hát nem voltam itt a félév előadásain. Mondtam, hogy igaz, de elolvastam a könyveket. Erre azt válaszolta, hogy így nem lehet vizsgázni; szeptemberben találkozunk. Ezért aztán úgy gondoltam, hogy akkor szeptemberig elmegyek dolgozni, és szétküldtem az önéletrajzomat számos brókercéhez. Végül a Pretium Holdingnál helyezkedtem el elemzőként. A munka tetszett, hiszen akkoriban még csak 11-től 14 óráig volt nyitva a magyar tőzsde, így reggel elmentem úszni a Margitszigetre, bekocogtam fél 11-re az irodába, kereskedtünk délután 2-ig, utána 3-ig elemzést írtunk az ügyfeleknek, majd a Duke Nukem nevű lövöldözős számítógépes játékkal játszottunk este 10-ig (az irodában már akkor lehetett hálózathoz kötni a gépeket). Rájöttem, hogy a tőzsde nagyon jó, dolgozni nagyon jó, pénzem is volt, így jól éreztem magam. Megismertem egy csomó mindent: a BÁT-ot, a devizapiacot, a carry trade-et. Mindeközben a pénzem egyre nőtt, királynak éreztem magam.



Aztán jött az orosz válság...

Igen. A folytatás már nem volt annyira egyszerű: amikor a BUX felment 9000 pontra, nekem volt 5-6 kontraktus BUX-határidőm, és mivel látszott, hogy Ázsiában baj van, kiszámoltam, hogy mi lenne, ha az ár leesne oda, ahol év elején volt. Hát az eredménytől nagyon megijedtem, ezért lezártam ezeket a pozíciókat, és júliusban 8000 pont környékén elkezdtem shortolni a piacot. Ekkor jöttem rá, hogy shorton is lehet keresni, hiszen augusztus elején az orosz válság következtében két hét alatt leesett 6500 pontra a BUX. Mivel ekkor már nagyon olcsónak találtam a magyar piacot, a shortokat lezártam, és longokat nyitottam. Másnap a határidős BUX 1300 ponttal nyitott lejjebb. Ez egy Armageddon volt nekem. Az lett a vége, hogy mindent elvesztettem, és még egy kicsivel tartoztam is.



1998-ban nagyjából ez jellemezte az egész magyar befektetői réteget: hirtelen felpörgés, majd lenullázódás.

Igen, ez úgy nézett ki a cégnél, ahol dolgoztam, hogy én vesztettem 4 millió forintot, a határidős kereskedők 40-et, a bróker cég vezetője 400-at, a tulajdonos meg 4 milliárdot. A cég tönkre is ment, csak pár ingatlanja maradt meg.

Hogyan élted meg ezt a bukást lelkileg?

Hát nagyon rosszul: összezuhantam, úgy éreztem, hogy vége a világnak. A legtöbb ember az André Kostolany-könyvek hatására – amelyek szerintem borzasztó károkat okoztak az emberiségnek – azt gondolja, hogy a tömeggel szembe kell menni. Amikor pánik van, akkor venni kell, amikor eufória van, akkor pedig eladni. Ez szerintem ostobaság. A másik igen káros dolog, hogy mindenki azt gondolja, ő okos, mindenki más pedig hülye. Bennem például a bukás előtt fel sem vetődött, hogy tévedhetek, és nem tudtam, mi a teendő, ha ilyen helyzet alakul ki. Csak álltam, és nem tudtam, mit tegyek.

Megfordult a fejedben, hogy otthagyd a tőzsdét, és elmenj mondjuk burgonyatermesztőnek?

Nem, az volt a fejemben, hogy ami olcsó, azt meg kell venni, ami drága, azt el kell adni. Akkor már kezdtem a technikai elemzéssel is foglalkozni, de a fundamentális kép alapján azt gondoltam, hogy ha igazam van, akkor igazam van. Oké, elvesztettem 1500 pontot, de maradt még 800 pont letét, csak ki kell várnom, mert úgyis vissza fog menni. És ez addig tartott, amíg az összes pénzem el nem



buktam. Ekkor végiggondoltam, hogy milyen lehetőségeim vannak: vagy hagyom a fenébe a tőzsdét, vagy megtanulom, hogyan kell ezt rendesen csinálni. Az utóbbi mellett döntöttem.

Hány éves is voltál ekkor?

Huszonhárom. Természetesen utána jöttek jó lehetőségek, csak akkor ezt nagyon nehéz volt elképzelni.

Hogyan sikerült innen felállni?

A részvényt piac olyan mélypontokra esett, hogy az már nevetséges volt. A TVK például 1400 Ft volt, a cégben azonban volt részvényenként 1000 Ft készpénz, adóssága a társaságnak nem volt, és ott voltak az üzemek is, amelyek nyilvánvalóan többet értek részvényenként 400 Ft-nál.



A BUX ekkor 3700 ponton annyira irreálisan olcsónak tűnt, hogy csak egy dolgon gondolkodtam: honnan szerezek pénzt, hogy nyissak egy kontraktus-határidőt. 1998 októberében sikerült szerezniem 40 ezer forintot (ennyi kellett egy kontraktushoz), és már nyitottam is a pozíciót. Ekkor az 1999. decemberi határidős ár megegyezett az azonnali BUX értékével, így azt gondoltam, ez annyira irreális, hogy megtartom 1999 decemberéig a pozíciót. Szerencsémre sikerült elkapni a piac alját, a BUX-határidő nagyon gyorsan felment 2-3000 pontot, így lett 2-300 ezer forintom, ezzel pedig megint tudtam pozíciókat nyitni.

Mindeközben hogyan alakult a karriered?

A bróker cég anyacége tönkrement, be kellett szüntetni az összes BÁT-os ügyletét, de az értékpapírcég 2000 végéig megmaradt. Egy kis MFB-s kitérő után 2000-ben beajánlottak az Aegon



értékpapírcégéhez, ahol részvényelemzőként helyezkedtem el. Ez azonban nem tartott sokáig, mert rá kellett jönnöm, hogy nem vagyok elemző típus. Ennek folytán egyre jobban belefolytam az alapkezelésbe, és szép lassan átkerült az egész terület hozzám. 2005-re már az összes részvényportfóliót én kezeltem az Aegonnál.

Ha már itt tartunk: szerinted mi a különbség az elemző és az alapkezelő típusa között?

Szerintem a jó elemző nagyon jól bele tud menni a részletekbe, az alapkezelő pedig szintetizál. Nekem az elemzés nem ment nagyon, már csak azért sem, mert akkorra már kialakult az a szemléletem, hogy a piacot alapvetően top-down megközelítésben kell szemlélni, így a részletes elemzésnek nincs sok értelme, legalábbis engem nem érdekelnek a részletek. A jó elemzés egyébként nagyon hasznos, csak kevés jó részvényelemző van, mert a legtöbben sablonokban gondolkodnak, és nem tudják megragadni a lényegét. Én a tömör, lényegre törő elemzéseket szeretem. A Portfolio.hu elemzéseit például ezért tartom sokkal többre, mint bármelyik brókeréét, mert ezekben benne van, hogy merre megy a cég, és tudok belőlük következtetéseket levonni. Én a 100 oldalas elemzéseket ki sem nyitom, vagy ha nagyon érdekel, akkor maximum az összefoglaló részt nézem át, mert nekem csak a lényegre van szükségem.

Vannak olyan fix alapelveid, amelyeket válsághelyzetekben használsz?

Én úgy gondolom, hogy a válsághelyzetek nem hirtelen alakulnak ki, így fel lehet rájuk készülni. Nekem 2000–2001-re kikristályosodott az a befektetési filozófiám, amely alapján ma is kereskedem. Ez tartalmaz egy olyan szabályrendszert, melyet minden esetben be kell tartani: legyen orosz válság, 2001. szeptember 11, vagy bármi más. Szerintem nem az a jó befektető, aki tudja, mi fog történni, hanem az, aki azt tudja: ha egy adott dolog történik, arra hogyan fog reagálni.

Én az 1998-as orosz válság utáni időszakban kezdtem el azon dolgozni, hogy még egyszer ne forduljon elő velem a 100%-os tőkevesztés, hiszen más 23 évesen ezt átélni, és más – nyilván sokkal rosszabb – negyvenévesen. Az első, amit ki akartam dolgozni, a kockázatkezelés, a másik pedig a különböző cseményekre való reagálás volt.

Mik a fő elemei ennek a szabályrendszernek?

A szemléletem elsősorban globális makrogazdasági alapokon nyugszik, hiszen kell, hogy legyen világképem arról, mi zajlik a gazdasági folyamatokban. Nagyon sokat tanultam például Soros György *A pénz alkalmiája* című könyvéből. Ez a könyv elsősorban a gondolkodásmódomat alakította, mely szerint nem az számít a befektetés során, hogy mi a valóság, hanem az, hogy az emberek mit gondolnak róla, illetve az,



hogy ez a percepció hogyan fog megváltozni a jövőben. Szerintem csak úgy lehet jó döntéseket hozni, ha az ember figyeli a részvénypiacokat, a kötvénypiacokat, a devizapiacokat, az árupiacokat, és ebből összeáll egy kép arról, hogy mit gondolnak a befektetők jelenleg a világról, illetve annak alakulásáról.

Ezek szerint a saját igazságod nem is nagyon érdekel?

Így van. Ezért is gondolom, hogy nagyon fontos a technikai elemzés, mert az megmutathatja, mikor történik meg az a változás, amelyre esetleg én is számítok. Hiába tudtam 3000 pontos Nasdaq mellett, hogy irreális az IT-cégek árazása, a piac csak 5000 pontnál fordult meg. Meg kellett tehát várni azt a pillanatot, amikor megváltozik a befektetők értékítélete, s ki kellett találni, hogy ez mitől fordul. Éppen ezért gondolom, hogy a technikai elemzést nem lehet kihagyni a befektetési döntés meghozatala során abban az esetben, ha valaki rövid vagy középtávon kereskedik.



Nem mindig egyértelmű azonban, hogy trendforduló vagy trenden belüli korrekció tapasztalható-e a piacon. Ennek megítéléséhez is a technikai elemzést használod? A subprime válságnak is voltak például már előfutárai 2007 elején...

Voltak előjelei, viszont az összes kockázatos piac, a carry trade-ek, a részvénypiacok, a vállalati-kötvény-piacok folyamatosan emelkedő trendben maradtak, ami azt mutatta nekem, hogy a piaci szereplők többsége egyelőre a trend folytatódását várja. Amikor 2007 nyarán elkezdtek összeomlani a vállalati-kötvény-piacok, a részvénypiacok és a carry trade-ek továbbra is emelkedtek, és csak 2007 második felében mutatott minden piac fordulatot. 2008. január elejéig nekem sem volt komoly short pozícióm, mert az túl korai lett volna, hiszen a piac még nem hitte el a trendfordulót, csak arra számított, hogy a korábbiakhoz hasonló korrekcióknak vagyunk tanúi.



Hogyan illik bele ebbe a top-down makrogazdasági megközelítésbe a technikai elemzés?

Azért fontos a technikai elemzés, mert a segítségével határozottan lehet azonosítani a hosszú távú trendeket. A technikai elemzés megmutatja, hogy az adott eszközkategóriáról mit gondolnak a befektetők, ehhez azonban a legalapvetőbb, legegyszerűbb eszközöket – például a mozgóátlagokat – használom.

Szoktál saját magad elemzéseket, árazásokat készíteni, vagy kizárólag mások elemzéseire támaszkodsz?

Is-is. Általában szeretek magam összeállítani adatokat, akkor ugyanis olyan dolgokat is meg tudok nézni, amelyekre más esetleg nem gondol.

A bear market rallyket hogyan érdemes megítélni, illetve kereskedni?

Megint csak azt tudom mondani, hogy nemcsak a részvényt piacokat, hanem a többi piacot (kötvény-, deviza-, áru piacok) is érdemes figyelni. 2008 májusa például egyértelmű eladási lehetőséget mutatott, a részvényt piacok, illetve a vállalatikötvény-piacok eső trendben maradtak, és azok a tényezők, amelyek meghatározták az irányt, egyelőre nem változtak meg. Egy piac akkor tud változni, ha a mögöttes fundamentális tényezők megváltoznak, ennek azonban a fenti esetben nem volt jele: az inflációs nyomás fennmaradt, a lassulás nem ért véget, a hitelválság még mindig borzolta a befektetők idegeit, stb. Szintén nagyon szeretem a hangulati indikátorokat figyelni, melyek a befektetők szemléletét tükrözik, mivel ezek is segítenek a bear market rallyk megítélésében.



A technikai elemzést itt is elsősorban az időzítésre használom, ez ugyanis segít meghatározni azt az időpontot, amikor például egy emelkedő trend a lendületét veszti. Ez azért fontos, mert én alapvetően trendkövető befektető vagyok.



Hogyan élted meg 2001. szeptember 11-ét?

A trend eléggé nyilvánvaló medvepiacra utalt, amely már másfél éve tartott, így minden trendkövető befektető short pozícióban volt. Azt nyilván senki sem látta előre, hogy a repülők berepülnek a tornyokba, de az, ahogyan a piac reagál egy hírré, attól függ, milyen az alapvető trendje. Két évvel később, amikor már bikapiac tombolt szerte a világon, a londoni robbantásokkor már csak napon belüli esés mutatkozott. Azt gondolom, az ilyen nagy pánikok arra szolgálnak, hogy a trend irányában lévő pozíciót lezárja az ember. Én a WTC elleni merénylet során a Nasdaqra vonatkozó, szeptemberi lejáratú put opcióval rendelkeztem, melyet lezártam a pánikban, és úgy gondoltam, hogy egy ekkora eladói hullámot mindenképpen vételre kell felhasználni, mert a FED óriási pénzeket nyomott a rendszerbe.

Véleményed szerint a pánikhelyzetek megfordíthatják az uralkodó trendet?

Igen, szerintem nagyon sokszor. Racionális dolog ilyenkor a short pozíciókat lezárni, ugyanakkor azon lehet vitatkozni, hogy a trend ellenében érdemes-e longot nyitni. Én alapvetően nem szeretek trend ellen kereskedni, de sokszor előfordult már, hogy a pánik alkalmával fordultam át longból shortba, vagy éppen fordítva.



Manapság divatos a shortosokat negatívan megítélni, és a short pozíciókat etikai oldalról megközelíteni. Te hogyan vélekedsz erről a kérdésről?

Szerintem ez abszolút áletikai kérdés. Aki longra spekulál, az semmivel sem etikusabb annál, mint aki esésre játszik. Egyrészt mindenki pénzt akar keresni, másrészt az emelkedéseket a shortok tudják megfogni, és az eséseket is a short-visszavételek tudják megállítani. Ahol kevesebb a short, ott nagyobb lesz a kilengés mindkét irányba. Kínában például a 2006 és 2008 között tartó bikapiacra nem lehetett shortolni, majd miután a piac 6000 pontról 2000 pont alá esett, engedélyezték. A short szerintem egyértelműen kiegyensúlyozó tényező, ugyanakkor a fedezetlen short szerintem is káros; nem is értem, hogy lehetett eddig engedélyezni ezt az USA-ban.



A subprime válságban azonban a short megítélése nem ilyen egyszerű, hiszen a shortosok jelentős mértékben hozzájárulhatnak nemcsak egyes cégek, hanem az egész pénzügyi rendszer összeomlásához is. Ráadásul egyes nagy intézményi befektetők, az állami mentőöv mellett kardoskodva, az adott cég részvényeinek shortolásán és kötvényeinek vételén is jelentős összegeket kerestek.

Egyetértek veled, a mostani válság – bár Greenspan is hozzájárult a kamatpolitikájával – egyértelműen a szabályozók kudarca. Érthetetlen, hogy nem szabályozták a CDS-eket, illetve engedélyezték az elmebeteg tőkeáttételt és a fedezetlen shortot. Pedig évek óta mindenki tudta, hogy ez óriási kockázat a rendszerben.



Én elsősorban indexekkel trade-elek, nem nagyon szeretek egyedi részvénnel kereskedni. Az igaz, hogy egyedi részvényeknél van arra lehetőség, hogy a shortolás is hozzájáruljon egy cég tönkretételéhez. De ez megint percepció kérdése: ha sokan azt hiszik, hogy egy cég tönkremegy, akkor tényleg tönkre fog menni. Miért nem támadta meg senki például a Johnson&Johnsont?

Mennyire tartod hibásnak a hitelminősítőket ebben az ügyben?

Szerintem a hitelminősítők teljesen diszfunkcionális intézmények: eddig sem vette őket senki komolyan, s ezután sem fogja. Ugyanakkor a szabályozókról nem gondolta senki, hogy komolytalanok; nekik az a feladatuk, hogy proaktívak legyenek, ami az elmúlt években egyáltalán nem történt meg.

A magyar befektetők leginkább long-irányultságúak. Véleményed szerint a short pozíciók felvétele már egy érettebb befektetői rétegek feltétele?

Igen, de csak azért, mert a shortnál a potenciális veszteség végtelen, ezért shortolni csak úgy lehet, ha a befektető normális kockázatkezeléssel rendelkezik. Longolni is csak így lehetne; nagy különbség ugyanakkor, hogy egy long pozíció esetén „ki lehet ülni” a veszteséges pozíciót, ami maximum a tőke nagyságáig terjedhet. Short esetén szerintem kell egyfajta érettség, mert az embernek rá kell jönnie, hogy komoly kockázatkezelésre van szüksége, amely nélkül óriási veszteségeket halmozhat fel.

Vannak-e olyan kockázatkezelési elveid, amelyeket bármelyik befektető figyelmébe ajánlanál?



Szerintem minden befektetőnek használnia kell stop loszt, melyet semmi – se hír, se reménykedés – nem írhat felül: kökeményen be kell tartani. Egyik barátom mondta egyszer, hogy azért kereskedik nagy devizapozíciókkal, mert ha nincs nagy pozíciója, nem érzi a piacot. Szerintem igaza van, mert ha nagy a pozíció, akkor kénytelen vagy meghúzni a határt, ahol például a tőkéd 5%-át elveszíted. Ezt kisebb mennyiségnél nem teszed meg, mert a veszteséges pozíció nem fáj annyira. A tőkeáttételes kereskedés – amelyre egyébként senkit sem buzdítok – arra tanítja meg az embert, hogy a tőkéjének csak egy részét próbálja meg kockáztatni. Ha ez a limit kimerült, az általam meghatározott tőkét elbuktam, akkor inkább félreállok, és átgondolom az egészet még akkor is, ha rosszul érzem magam. Egyébként a mai napig minden egyes veszteséges pozíció esetén nagyon rosszul érzem magam, de szerintem ez természetes jelenség.



Hogyan állítod be a stop loszt? Technikai szint alapján, a tőke meghatározott százalékában, vagy a pozíció meghatározott százalékában?

A tőke százalékában.

És mekkora százalékot használsz?

Én elég sokszor próbáltam kiszámolni, hogy mi az optimális szint. Mint magánbefektető a letétre vetítve szerintem egy tapasztalt kereskedőnél 10%-ot érdemes meghatározni – ez elég nagy arány, így ennél kevesebbet ajánlok mindenkinek.

A stop loss szintjének meghatározását a volatilitástól teszem függővé: ha például a részvényt piacon 2,5%-kal akarom a stop loszt a vételi árfolyamom alá tenni, akkor négyszeres tőkeáttételt tudok felvenni, hogy a 10%-os maximális limitemet kihasználjam.

A stopokat igazítod a piac mozgásával párhuzamosan?

Nem, általában egy hónap után behúzom a bekerülési árfolyamhoz a stop loszt, így ezt követően a tőkém már nem kockáztatom, gyakorlatilag már olyan pénzzel játszom, amely soha nem volt az enyém. Ezt a módszert egyébként Jesse Livermore-től tanultam.

Milyen más kockázatkezelési módszert használsz még, például diverzifikálás?

A stop loss meghatározza a pozíciók nagyságát, a diverzifikációban azonban nem hiszek. Nekem egyszerre 1-2, maximum 3 pozícióm van.

Nagyon kevesen merik vállalni, hogy nem hisznek a diverzifikációban!

Én elsősorban indextrader és devizatrader vagyok, és aki indexbe fektet, az már diverzifikál. De természetesen nem az én stratégiám az egyetlen jó stratégia; valaki például nagyon jó day trader, én viszont erre nem vagyok képes. Én elsősorban a középtávú kereskedéssel érzem komfortosan magam, pár héttől néhány hónapig tartó időintervallumban tartok általában pozíciókat.

Hogyan határozod meg ezt követően a kiszállási pontot?

A kiszállást elsősorban a világképem alakulása és a hangulati indikátorok határozzák meg. Ha short pozícióban vagyok, nagy pánikhangulat jelenthet jó kiszállási pontot; ha pedig long pozícióban vagyok, akkor egy begyorsulás. Nagyon fontosak azonban a hírek is, melyek jelentős mozgásokat okozhatnak a piacon: például egy jó hír okozhat komoly begyorsulást, melyet érdemes felhasználni pozíciózárásra.



Nincs olyan eset, hogy azért zársz le egy pozíciót, mert irgalmatlan profitot hozott?

Nem, mert szerintem sok pénzt csak nagy trendekben lehet keresni. De ez nagyon sokszor hülyeség is, és konzekvensen nehezen alkalmazható. A legtöbbet eddig életemben egyébként a BUX-szal kerestem 2003 és 2006 között, amikor a nagy bikapiacban csak vételi pozícióim voltak, melyeket túlzásokban lezártam, de korrekciókban vissza is nyitottam, így gyakorlatilag 8000-től 22 000-es indexértékig tartottam BUX-longot. Ez elég hihetetlenül hangzik, de igaz. Ezen belül egyben, lezárás nélkül volt egy komolyabb pozícióm 12 000 és 17-18 000 között.

Ezt a pozíciót miért zártad le 17-18 000 pont között?

A hangulat extrémén optimistává vált, és volt egy többnapos begyorsulás a BUX-ban, így a pozícióm nagy részét lezártam. Ezt követően azonban a BUX még ment bő 1000 pontot felfelé, tehát utólag nem nevezhető jó döntésnek a pozíció zárása.



Hogyan kereskedsz akkor, amikor gapek jelennek meg a piacon?

A gapektől mindig nagyon féltem, mivel nagyon nagy kockázatot jelentenek. Ezért nagyon jók egyébként a turbó instrumentumok (például certifikátok), amelyek persze bizonyos méret fölött nem használhatók, de a magyar befektetők 99%-ának ez lehet a legjobb választás, hiszen pontosan lehet tudni, hogy mennyit veszíthet rajta az ember. Egy határidős pozíciónál bármikor jöhet egy gap – mint például 2001. szeptember 11-én –, amelynek következtében a tényleges veszteség sokkal nagyobb lehet, mint amit a stop loss-szint indokol, hiszen a stop loss-szinten átugrik az árfolyam.



Ha pedig valaki nagy tőkeáttétellel kereskedik, akkor érdemes egy kft.-n keresztül tennie, hiszen ez esetben a felelősség korlátozott.

Ebben az esetben a bróker cég viszi a partnerkockázatot...

De ő azért kapja a jutalékot.

Mi motivál téged?

Elsősorban a pénz, másodsorban az, hogy ez nagyon jó, komoly intellektuális kihívást jelentő játék, hiszen a mozaik, amelyet össze kell rakni, mindennap változik, és habár nagyon stresszel, és néha a pokolba kívánom, ennél jobb munkát nem tudnék kitalálni.

És mint alapkezelőt mi motivál?

Ugyanezek. Szeretnék jó teljesítményt nyújtani.

Pókerezel?

Igen. Az elmúlt két évben mindenki elkezdett pókerezni Magyarországon. Nem versenyzem, csak barátokkal játszom kis tételben, de imádom: szerintem nagyon jó játék. És egyébként nagyon közel áll a kereskedéshez is.

Mekkora szerepet tulajdonítasz a kereskedésben a szerencsének?

Rövid távon szerintem jelentős szerepe van a szerencsének, de többéves időtávon már jóval kevesebb. A kereskedés során valószínűségeket párosítasz eseményekhez, és kezeled valahogy a kockázatot.

A pókerben egyébként ugyanez történik, csak nehezebb a kockázatkezelés, és rövid távon sokkal jobban szóródnak az eredmények.

Mennyit dolgozol?

Nehéz meghatározni, de gyakorlatilag állandóan dolgozom: nagyjából mindig tudom, hogy mi történik, de napközben is el tudok menni úszni, kirándulni stb. Amikor reggel felkelek, átnézem a híreket és az árfolyamokat, de napközben is rápillantok az eseményekre, és este, lefekvés előtt is.



Tehát egész nap a szakmámmal foglalkozom, de persze nem folyamatosan: közben van egy csomó szabadidőm, amikor mást is tudok csinálni.

Milyen információforrásokra támaszkodsz a Portfolio.hu-n kívül?

Szerintem a befektetők számára bőven elég, ami Portfolio.hu-n, a Marketwatchon és a Bloomberg honlapján rajta van. Emellett elég sok elemzést is kapok, amelyek legnagyobb részét azonban azonnal törlöm.

Mit tartasz életed legnagyobb hibájának?

Szerintem az ember akkor hibázik, amikor tudja, hogy rosszat csinál, mégis megteszi. Én úgy érzem, hogy a rossz befektetési döntéseim során nem tudtam, hogy másként kellene döntenem. Természetesen az emberben mindig motoszkál a kisördög, hogy megkerülje a kereskedési szabályokat, de ma már ellen tudok állni ennek. Régebben azonban számos alkalommal kerültem ebbe a hibába. 1999 decemberében például beshortoltam a Nasdaqot 3600 pontnál, pedig akkor még abszolút nem fordult meg a pozitív trend, sőt karácsony és szilveszter között volt egy begyorsuló szakasz, amikor még mindig nem stopoltam ki a pozíciómat. Ezen a trade-en sikerült elég jelentős tőkevesztést elszenvednem, ami elég borzasztó volt.

Szerinted mi kell ahhoz, hogy valaki sikeres befektető legyen?

Szerencse, fegyelmezettség és önálló gondolkodás. Egy csomó embert ismerek, aki teljesen más módszer alapján kereskedik, mint én, mégis jól és sikeresen csinálja; és még többet, aki viszont nem csinálja jól. Nincs egyedüli üdvöztető út a kereskedéshez. Szerintem szükséges az önálló gondolkodás, illetve az, hogy valaki ki merje találni a saját szabályrendszerét, és ragaszkodjon is ezekhez a szabályokhoz, bármi történjék is.

Milyen tanulságok szűrhetők le a subprime válságból?

Soros is elmondta, hogy a szabályozatlan piac nem működik. Nagyon sok helyen igenis szükség van állami regulációra. Aki Közgázra járt, majd bróker cégnél dolgozik, annak nyilván liberális a szemlélete, ennek ellenére nem hiszek a piacok teljes önszabályozó erejében.

Szerinted mi lesz a következő válság, illetve hol alakulhat ki újabb buborék?

Szerintem az árupiaci emelkedés valamikor tovább fog folytatódni, mondjuk 2010-2012-ben, és borzasztó árak lesznek gabonákban, olajban, rézben és aranyban is, ami komoly sokkot fog okozni a világnak. Most nagyjából ott vagyunk, ahol az első olajárrobbanás után a hetvenes években; ott azonban jött a második sokk, és szerintem a 2008-as árrobbanásnak is lesz egy második hulláma.



Bors (BRT) 2005.10.24-2008.10.17



Egy válság során mikor érdemes long pozíciót nyitni?

Ha megnézzük az elmúlt évtizedek történetét, azt láthatjuk, hogy a hosszú távú befektetőknek – én nem ilyen vagyok – nagy pánikban mindig érdemes volt venni. Amikor 3,5-ös P/E-rátán lehet olajcégét venni, akkor azt egy hosszú távú befektetőnek meg kell vennie. Ha normálisan működő cégről van szó, akkor nagy bajba nem kerülhet a hosszú távon gondolkodó befektető.

Mennyire gondolkozol másképpen mint magánbefektető és mint alapkezelő?

Nilvánvalóan nem teljesen más a megközelítem, de azért eléggé különböző a két esetben. Részvényalap-kezelőként a globális makrogazdasági elképzelésem 40-50%-kal van jelen a döntéseimben, és 50-60%-ban számít az, hogy magukról a cégekről mit gondolok. Ez nem mindig jó, de hosszabb távon eddig legtöbbször bejött. Előfordult, hogy rossz hírek érkeztek egy cégről, és mégis vásároltam a részvényeiből. A horvát Pliva gyógyszergyártó esetében például szerintem az elemzők nem értették, hogy mi történik: a cégnek veszteségei voltak, mert kicsi volt a kapacitáskihasználtsága, és az akvizíciói miatt óriási értékcsökkenést kellett kimutatnia. Mindeközben azonban nagyon sok készpénzt termelt, és nem volt eladósodva. Amikor vásároltunk a papírokból, akkor az előrejelzéseink szerint a részvényárfolyam 3 év készpénztermelésnek felelt meg (3-as P/CF mutató).



Created by Markers - Farkas Portfólió

Piva (PLVSE) 2001.05.14-2008.06.19



Az Állami Nyomda esetében pedig leginkább a hangulati elem volt a domináns. Elsődleges kibocsátások (IPO) során nem szeretek venni, mert a nagyon sok IPO után általában rosszul teljesít a részvénytőke, hiszen a tulajdonosok drágán szeretnek részvényt kibocsátani. Az Állami Nyomda abban különbözött ettől, hogy a választások környékén volt a cégben egy elég komoly politikai szál: a menedzsment hajlandó volt olcsóbban eladni a társaság egy részét annak érdekében, hogy depolitizálja az Állami Nyomdát. Remélem, ezt sikerült is elérni.

AMY (NAP) 2005.12.09-2008.10.14





Hogyan viszonyulsz a feltörekvő iparágakhoz, mint például a nanotechnológia vagy az alternatívenergia-szektor?

Én őszintén szólva nem értem ezeket a szegmenseket, mert nem tudom megbecsülni, hogy például a napelem piaca megötszöröződik-e a következő öt évben, vagy csak duplázódik. A többé-kevésbé



beállt iparágak esetében – amelyeknél látom, hogy mekkora profitot termelnek a következő években – meg tudom becsülni a jövőbeli pénzáramokat, így meg lehet állapítani a hozzávetőleges értéküket is. Az új iparágak esetében ez sokkal nehezebb számomra.

Véleményed szerint megismétlődhet kétszer ugyanaz a buborék? Lesz-e megint Kínasztori?

Persze hogy lehet, sőt: meg vagyok győződve arról, hogy Kínában sok buborék lesz még az elkövetkező években-évtizedekben. Egy ilyen gyorsan növekvő gazdaságban – amely egyébként elég erős állami szabályozottsággal működik – mindenki minden irányból próbálja kinyomni a szabályokat, így lehetetlen, hogy ne alakuljon ki újabb buborék.

Mennyire befolyásolja a pénz az életedet?

Sokkal inkább a szabadidő számít nekem, mint a pénz, így tudok ugyanis többet foglalkozni a családommal és a hobbijaimmal. A pénz nagyon jó, de az értelme csak annyi, hogy szabadidőt teremtsen.

Milyen hobbijaid vannak?

A pókeren kívül szeretek sportolni, úszni, futni, és érdekel a filozófia is.

Mi ad támaszt a befektetési gondolkodáshoz?

A filozófia. Nagyon szeretem a platonista és az újplatonista filozófiát, mert ezek az egységről szólnak, akárcsak a keleti filozófiák. Próbálom mindig leegyszerűsíteni a világot, és ezek a dolgok nagyon sok lelki stabilitást adtak nekem eddig.

3. Szószedet

Arbitrázs

Az egyik piacon vásárolt pénzügyi instrumentum vagy deviza azonnali eladása egy másik piacon az árfolyamkülönbség kihasználása érdekében. A különböző piacok közt lévő árkülönbséget kihasználására kockázatvállalás nélkül nyílik lehetőség.

Bear market rally

A tartós árfolyamesés (medvepiac) közben tapasztalható felfelé irányuló, rövid vagy középtávú trend, mely a short pozíciók zárása következtében jellemzően igen erőteljes szokott lenni.

Blue chip

Eredetileg az IBM (innen a Blue) részvényeit hívták így, ma a tőzsdék leglikvidebb (mindig nagy forgalmú) és legnagyobb kapitalizációjú papírjainak gyűjtőneve. Szűken értelmezve a BÉT-en a következő részvények számítanak blue chipnek: MTelekom, Mol, OTP, Richter.

Certifikát

A certifikát olyan értékpapír, amelynek értéke egy adott mögöttes termék – például egy részvénytőzsdéi index, nyersanyag vagy akár egyedi részvény – árfolyamának alakulását követi meghatározott módon. A certifikát tehát lényegében egy ígervény.

CDS

Credit default swap: az ügylet kiírója éves díj fejében, amely egy spreadben jelenik meg, biztosítékot vállal arra, hogy kártalanítja a vásárló felet, amennyiben egy kötvény nem fizet, vagyis defaultol. A CDS-szektor robbanása az utóbbi években olyan mértékű volt, hogy mára a piac tízszerese annak a kötvénypiacnak, melyet fedezni hivatott.

Day trade

Az adott tőzsdenapon nyitott és zárt pozíció, függetlenül attól, hogy a vétel és az eladás milyen sorrendben történt. A day trade ügyleteket kötő befektetőt day tradernek nevezzük.

Diverzifikálás

A befektetések elosztása a kockázat csökkentése céljából. A diverzifikáció megvalósítható egy befektetési kategórián belül (például több részvény) vagy különböző befektetési kategóriák kombinálásával (például részvény, állampapír, ingatlan stb.).





Fundamentális elemzés

A fundamentális elemzés alapfeltevése, hogy az árfolyamot alapvetően a fundamentális tényezők határozzák meg, és a részvények értéke csak rövid ideig térhet el a fundamentálisan indokolt értéktől. A fundamentális elemzők elsősorban az árfolyammozgások hátterére keresik a választ, s a társaság működését, illetve annak eredményességét vizsgálják. Ehhez megpróbálják azokat a tényezőket előre jelezni, amelyek a profit jövőbeli alakulását határozzák meg. A fundamentális elemzők különböző vállalatértékelési eljárások segítségével az adott társaságok, illetve ezen keresztül a társaságok részvényeinek reális értékét határozzák meg vagy az aktuális (fair érték), vagy egy későbbi időpontra (célárfolyam) vonatkozóan.

Gap

Gapról, azaz résről (más néven szakadásról) abban az esetben beszélhetünk, ha az árfolyam-grafikonon olyan helyzet alakul ki, hogy a chart folytonossága megtörik, az emelkedés vagy csökkenés megszakad. Gapet leggyakrabban egy adott instrumentum adott napi záróára, valamint az ezt követő kereskedési nap nyitárá között szoktak értelmezni. Természetesen a szakadás ennél rövidebb (pl. napon belüli), illetve hosszabb (pl. heti) időtávon is vizsgálható. Gapet azonban nem lehet minden grafikontípusban alkalmazni, csak a gyertya, illetve a bar chart esetén értelmezhető, hiszen vonal- és területgrafikonnál az árfolyam nem szakad meg.

Long

Árfolyam-emelkedésre spekulálás, amely először vételt, majd eladást foglal magában.

Put opció

A put opció eladási jogot jelent, ahol egy bizonyos összeget (opciós díjat) hajlandók vagyunk fizetni azért a lehetőségért, hogy adott időpillanatig egy előre meghatározott áron (strike) eladhassunk. Ezzel szemben a call opció vételi jogot jelent, ahol egy bizonyos összeget (opciós díjat) hajlandók vagyunk fizetni egy lehetőségért, amely egy adott időpillanatig bekövetkezhet.

Short

A long ellentettje, azaz részvényeladás annak előzetes birtoklása nélkül. A shortolás lényege, hogy árfolyamesésre játszva később olcsóbban megvegyük a papírt.

Stop loss

A befektető által maximálisan elviselhető veszteségnek megfelelő árfolyamszint. A stop loss 10 esetben 9-szer feleslegesnek bizonyul ugyan, mindazonáltal 1 alkalommal óriási veszteségektől kímélheti meg a befektetőt. Amennyiben valaki bizonytalannak érzi a helyzetet, érdemes a stop loss-szintet long, azaz vételi pozíció esetén az árfolyam-emelkedéssel egyidejűleg egyre feljebb (short esetben egyre lejjebb) húzni, így bebiztosítható az elért profit nagy része.



Technikai elemzés

A technikai elemzés kizárólag a piaci adatok, azaz az árfolyam és a forgalom figyelembevételével határoz meg trendeket vagy rövid távú árfolyammozgásokat. A technikai elemzés a fundamentális elemzéssel ellentétben nem a piaci mozgások okaival, azaz a vállalatok profitjával, a cégekkel és szektorral kapcsolatos hírekkel, az input és output árakkal stb. foglalkozik, hanem kizárólag a mozgások okozatával. A technikai elemzés alapját azon megfigyelés adja, mely szerint a történelem ismétli önmagát, pontosabban a hasonló helyzetekben a piaci mozgások is hasonlítanak egymásra.

Top-down

A részvénytőzsdék makrogazdasági szintről való közelítése.

Turbó instrumentum

A turbó certifikátok az indexcertifikátoknál valamelyest bonyolultabb termékek, mivel tőkeáttételes pozíciók teljesítményét képezik le. Ez nem jelenti, hogy mi magunk tőkeáttételes pozíciót vennénk fel, hiszen az indexcertifikáthoz hasonlóan egyszerűen megvásárolhatjuk a turbó certifikátot, amelynek értéke azonban úgy változik, mintha tőkeáttétellel fektettünk volna a mögöttes termékbe. A turbó certifikát tükrözhet short pozíciót is; ezekkel a certifikátokkal a mögöttes termék árfolyamának eséséből profitálhatunk.

Volatilitás

Részvények/tőzsdék esetén a változékonyság mérőszáma. Nagy volatilitású részvény/piac az, amely föl-le ugrol, ellenkező esetben stabil részvénytőzsdéről/piacról beszélünk.